

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění podniku na bázi metodologie reálných opcí

Company valuation on the basis of real options methodology

Student:

Bc. Petra Chrbjátová

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.

Ostrava 2011

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne 29. dubna 2011

.....

Obsah

1 Úvod	3
2 Popis modelů oceňování opcí.....	4
2.1 Metody oceňování.....	5
2.1.1 Výnosové metody oceňování.....	5
2.1.2 Majetkové metody ocenění.....	7
2.1.3 Komparativní metody.....	8
2.1.4 Kombinované metody	9
2.1.5 Fázové metody	9
2.1.6 Metody založené na bázi EVA	10
2.2 Metody ocenění založené na opční metodologii	11
2.2.1 Opce	11
2.2.2 Modely oceňování opcí	16
2.2.2.1 Binomický model	16
2.2.2.2 Replikační strategie	17
2.2.2.3 Hedgingová strategie	18
2.2.2.4 Trinomický model	19
2.2.2.5 Black - Scholesův model	20
2.2.3 Reálné opce.....	21
2.2.3.1 Základní proměnné u reálných opcí	21
2.2.3.2 Základní typy reálných opcí.....	22
2.2.4 Vlastní kapitál zadlužené firmy jako call opce	24
3 Ocenění podniku na bázi opční metodologie	26
3.1 Finanční analýza společnosti.....	26
3.1.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti	26
3.1.2 Ukazatele rentability	28
3.1.3 Ukazatele likvidity	30
3.1.4 Ukazatele aktivity	31
3.2 Ocenění vlastního kapitálu firmy za rizika a flexibility pomocí binomického modelu ..	34
3.2.1 Výpočet FCFF.....	34
3.2.2 Výpočet hodnoty aktiv	36
3.2.3 Výpočet vnitřní hodnoty.....	40
3.2.4 Ocenění vlastního kapitálu podniku jako americké opce.....	41
3.3 Ocenění vlastního kapitálu firmy za rizika a flexibility pomocí trinomického modelu ..	42
3.3.1 Výpočet FCFF.....	42
3.3.2 Výpočet hodnoty aktiv	43
3.3.3 Výpočet vnitřní hodnoty.....	44
3.3.4 Ocenění vlastního kapitálu podniku jako americké opce.....	45
3.4 Ocenění vlastního kapitálu firmy za rizika bez flexibility pomocí binomického modelu ..	46
3.5 Ocenění vlastního kapitálu firmy za rizika bez flexibility pomocí trinomického modelu ..	48
3.6 Citlivostní analýza	49
4 Komparace a zhodnocení výsledků	54
4.1 Srovnání hodnot ocenění vlastního kapitálu společnosti	54
4.2 Srovnání výsledků citlivostní analýzy	55
5 Závěr	56

Seznam literatury.....	57
Seznam zkratek	
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
Seznam příloh	

1 Úvod

Oceňování tvoří jednu z důležitých kategorií v oblasti řízení firmy. Důvodů pro ocenění podniku existuje mnoho. Hodnota společnosti je důležitou informací nejen pro kupce, manažery, ale také i pro banky a věřitele. Stanovení hodnoty podniku na základě opční metodologie je novým aktivním přístupem. Tyto metody umožňují při oceňování zohlednění flexibility budoucích rozhodování a také aktivních zásahů v budoucnu. Tyto dodatečné zásahy jsou prováděny v případech, kdy se tržní podmínky vyvíjí jinak, než se očekávalo a také když se pro firmu otevírají nové příležitosti.

Cílem diplomové práce je ocenění vlastního kapitálu podniku na základě opční metodologie. Ocenění podniku bude provedeno aplikací diskrétních modelů (binomický a trinomický model) za rizika a flexibility, tj. jako reálné opce a dále pak za rizika bez flexibility. Ocenění bude provedeno k datu 1. 1. 2010.

Práce obsahuje tři hlavní kapitoly.

Druhá kapitola je zaměřena na popis klasických metod oceňování a v samostatné podkapitole bude rozebráno oceňování na základě opční metodologie, jeho modely a samostatná problematika opcí.

Třetí kapitola bude věnována praktické části, kde bude provedena finanční analýza podniku zahrnující ukazatele aktivity, rentability, likvidity a také zadluženosti. Také zde bude stanovena hodnota vlastního kapitálu podniku na základě zvolených metod a provedena citlivostní analýza.

Ve čtvrté kapitole budou výše popsané metody a výsledky citlivostní analýzy zhodnoceny a porovnány.

2 Popis modelů oceňování opcí

Oceňování je trvalá problematika finančního řízení a rozhodování v tržním hospodářství. Je nezbytně nutné věnovat mu neustálou pozornost, protože mohou nastat důsledky nevhodně zvolených postupů oceňování a tím mohou vést k neracionálnímu ocenění statků a také nesprávné alokaci kapitálu. Stanovení hodnoty podniku je jedním z nejdůležitějších manažerských nástrojů pro řízení podniku. Ocenění firmy je významným kritériem při taktickém řízení firmy a také pro strategická rozhodnutí podniku.

Je důležité rozlišovat mezi pojmy cena a hodnota podniku. Cena je konkrétní částka zaplacená za podnik v daném místě a čase zatímco hodnota podniku je částka bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu. Cenu může ovlivňovat několik faktorů jako například nabídka a poptávka, strategie vyjednávání nebo psychologické faktory a hodnota vyjadřuje částku, kolem které by se měla pohybovat cena.

Cílem oceňování je zpravidla dojít k objektivizované hodnotě, kterou bývá obvykle kombinace hodnot získaných z celé škály oceňovacích postupů vycházejících z různých teoretických a metodologických východisek¹. Výsledkem ocenění nebývá pouze jedna hodnota, ale interval hodnot.

Mezi hlavní důvody k ocenění podniku se řadí koupě nebo prodej podniku, fúze podniku, vklad do nově zakládaného podniku, emise akcií, poskytování úvěrů, likvidace podniku, a mnoho dalšího.

Stanovení hodnoty podniku nejde jednoznačně určit bez vstupních informací. Tyto informace se dělí na *interní podnikové informace*, které zahrnují finanční plány, vnitropodnikové informace a účetní závěrku, dále pak na *odvětvové informace a prognózy*, které se týkají analýzy trhu, stavu ekonomiky a jejího vývoje a také zahraničních trhů a na *mikroekonomické a makroekonomické informace*. Mikroekonomické informace obsahují ratingové ohodnocení a legislativní předpisy zatímco makroekonomické charakterizují stav a vývoj ekonomiky a také vývoj finančních trhů.

Abychom mohli oceňovat, je velmi důležité přesně vymezit subjekt tohoto ocenění a také určit z pohledu jakého subjektu bude ocenění učiněno, tedy zda bude oceněn celkový kapitál podniku nebo pouze kapitál vlastní.

¹Dana Dluhošová - Finanční řízení a rozhodování podniku

Hodnota podniku je pojem, který označuje cenu, na které by se dohodli kupující a prodávající. Hodnota podniku je odhad pravděpodobné ceny podniku. Zatímco cena podniku je termín používaný pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za podnik.

Metody oceňování se dají členit, dle různých kritérií. Jedním z těchto kritérií je rozlišení metod na *metody za určitosti* a na *metody za rizika*. Mezi metody za určitosti se řadí metody výnosové. Metody za rizika se dělí na pasivní a na aktivní. Mezi aktivní metody se řadí metoda jistotních ekvivalentů a metoda upraveného nákladu kapitálu a mezi pasivní se řadí metodologie reálných opcí. Metodologii reálných opcí se bude věnovat samostatná kapitola.

2.1 Metody oceňování

Metod stanovení hodnoty podniku existuje celá řada. Výběr správné metody je důležitý pro naplnění cíle oceňování. Mezi nejvíce využívané patří metody výnosové, metody majetkové, metody komparativní a metody kombinované.

2.1.1 Výnosové metody oceňování

U této skupiny metod se předpokládá, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele, kterým může být například zisk, dividendy nebo finanční toky. Tato metoda se používá při oceňování majetků, u kterých je možno stanovit do budoucna jejich výnosovou schopnost. Mezi výnosové metody patří například metody diskontovaných peněžních toků, které jsou v ČR stále více využívány.

Metody diskontovaných peněžních toků

Metody diskontovaných peněžních toků jsou založeny na odhadech volných peněžních toků plynoucích z podnikatelské činnosti. Hlavním měřítkem při oceňování podniku je právě tento budoucí volný peněžní tok, protože s rostoucím peněžním příjmem roste i hodnota dané firmy. U těchto metod je důležité správně vymezit budoucí peněžní toky viz (3.1), stanovit náklady kapitálu viz (3.5) a (3.10), kterými jsou peněžní toky diskontovány a také stanovit hodnotu pomocí metody oceňování.

Metody diskontovaných peněžních toků se dají rozlišit do 4 metod.

➤ Metoda DCF-Entity

U metody DCF-Entity je oceňován celkový kapitál. FCFF, neboli volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele, jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu WACC.

$$V = \frac{FCFF}{WACC} . \quad (2.1)$$

➤ Metoda DCF-Equity

U této metody je oceňován pouze vlastní kapitál. Volné peněžní toky se vztahují pouze k vlastnímu kapitálu a diskontovány jsou pouze nákladem vlastního kapitálu, neboli R_e .

$$V = \frac{FCFE}{R_e} . \quad (2.2)$$

➤ Metoda DDM

Stejně jako u předchozí metody i u této metody je oceňován pouze vlastní kapitál. Tento dividendový model je modifikovaný model DCF, kdy místo DCF používáme dividendu – DIV. Tuto metodu využívají převážně podniky, které dosahují zisku a stabilně vyplácí dividendy.

$$V = \frac{DIV}{R_e} \quad \text{nebo také} \quad V = \frac{DIV}{R_e - g} , \quad (2.3), (2.4)$$

kde g znamená očekávanou míru růstu dividend.

➤ Metoda APV

Tato metoda slouží k oceňování celkového kapitálu. Finanční toky jsou zde finančními toky nezadlužené firmy ($FCFE_u$) a jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy (R_u). Pokud chceme ocenit zadlužený podnik, musíme přičíst současnou hodnotu daňového štítu, tedy tento daňový štít TS diskontovat náklady dluhu R_d .

$$V = \frac{FCFE_u}{R_u} + \frac{TS}{R_d} . \quad (2.5)$$

Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků je založena na principu současné hodnoty a budoucích zisků, které jsou odhadovány z historických dat. Pro tuto metodu jsou důležité údaje z bilance a výkazu zisku a ztráty za posledních 3 až 5 let.

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.6)$$

kde Z je propočet odhadovaného trvale udržitelného zisku, Z_t je zisk minulých let upravený o korekce, w_t jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím a T je počet let ve výpočtu.

Hodnota podniku (V) se pak spočte pomocí následujícího vztahu.

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (2.7)$$

kde R jsou náklady kapitálu.

2.1.2 Majetkové metody ocenění

Principem těchto metod jsou náklady, které by bylo třeba vynaložit na pořízení daného oceňovaného předmětu. Hodnota společnosti se získá jako součet všech aktiv, od kterého se odečte hodnota cizích zdrojů. Nejčastějším způsobem ohodnocení společnosti touto cestou je metoda substanční.

Substanční metoda

Substanční hodnota je souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků. Při oceňování substanční metodou je výsledkem ocenění substanční hodnota netto S_n .

Schéma pro výpočet substanční hodnoty² je následující

$$\begin{aligned}
 & \text{Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách} \\
 + & \quad \underline{\text{Výnos z prodeje nepotřebného majetku}} \\
 = & \quad \text{Substanční hodnota brutto } S_b \\
 - & \quad \underline{\text{Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách}} \\
 = & \quad \text{Substanční hodnota netto } S_n
 \end{aligned}$$

Při srovnání substanční a účetní metody má substanční metoda určité přednosti. První předností je, že při ocenění položek majetku jsou reflektovány tržní podmínky, protože k ocenění se používají reprodukční pořizovací ceny. Proto se pomocí substanční metody

² Dana Dluhošová – Finanční řízení a rozhodování podniku

reálněji zobrazuje hodnota majetku podniku. Na druhou stranu nedostatkem této metody je skutečnost, že se nebere v úvahu vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku a také se pomíjí hodnota goodwillu.

Účetní metoda

Účetní metoda vychází ze stavových veličin nalezených v rozvaze, hodnota je pak odvozena z historických cen. Základem této metody je ocenění převážně fixního a oběžného majetku a závazků a dluhů v nominálních hodnotách. Nejprve se oceňují jednotlivé složky aktiv, každá zvlášť, a poté součtem těchto hodnot dostaneme souhrnné ocenění aktiv. Hodnotu vlastního kapitálu získáme odečtením dluhů a závazků.

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů} \quad (2.8)$$

Metoda likvidační hodnoty

U této metody se zjišťuje hodnota majetku k určitému časovému okamžiku a je založena na předpokladech, že podnik ukončí svou činnost, jednotlivá aktiva budou rozprodána a všechny závazky podniku budou splaceny. Likvidační hodnota je dolní hranicí hodnoty podniku, již není snadné určit.

2.1.3 Komparativní metody

Metody komparativní jsou známy i pod názvem metody relativního oceňování nebo metody tržního srovnání. Podstatou těchto metod je odvození hodnoty aktiv, či kapitálu z dostupných dat u srovnatelných podniků.

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} * \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.9)$$

kde V je hodnota firmy.

U této metody je důležité určení multiplikátorů. Pomocí těchto multiplikátorů jsou zohledňovány rozdíly mezi absolutní velikostí zvolených ukazatelů podniku, který oceňujeme, a porovnávaných podniků.

$$\text{multiplikátor } P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii}} \quad (2.10)$$

$$\text{multiplikátor } MV / BV = \frac{\text{tržní hodnota firmy}}{\text{účetní hodnota firmy}}. \quad (2.11)$$

Výhodou této metody je jednoduchost a rychlost výpočtu.

2.1.4 Kombinované metody

Hodnota podniku je zde založena na váženém průměru hodnot vypočtených pomocí výše uvedených metod.

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i \quad (2.12)$$

2.1.5 Fázové metody

Mezi fázové metody se řadí následující metody.

Jednofázová metoda-perpetuita

Předpokládá se stejné chování po celé období, přičemž trvání firmy není omezeno. Hodnota firmy je pak při konstantních FCF určena pomocí vztahu (2.13).

$$V = \frac{FCF}{R} \quad (2.13)$$

Dvoufázová metoda

U stanovení hodnoty podniku je reálnější rozdělit trvání firmy na dvě fáze. První fáze je plánovaná na 4-6let. Po ukončení první fáze následuje fáze druhá, ta trvá do nekonečna.

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.14)$$

kde V_1 je hodnota firmy ve fázi první a V_2 je hodnota firmy ve fázi druhé.

Finanční toky v první fázi lze určit pomocí vztahu (2.15).

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.15)$$

kde T je délka první fáze a R jsou náklady kapitálu v první fázi.

V druhé fázi se uvažuje pouze s trendem finančních toků a pracuje se zde s pokračující hodnotou (PH).

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}, \quad (2.16)$$

kde R_2 jsou náklady kapitálu ve druhé fázi.

Pokračující hodnotu musíme diskontovat k momentu ocenění, platí tedy vzorec (2.17).

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T} \quad (2.17)$$

2.1.6 Metody založené na bázi EVA

EVA neboli ekonomická přidaná hodnota se stále více používá v praxi a to především ve vyspělých ekonomických zemích k hodnocení výkonnosti podniků. Dle autorů Stewarta B. a J. Sterna je důležité sledovat nejen účetní zisk, ale také hodnotu ekonomického zisku, kterého podnik dosahuje v případě, že je schopen uhradit náklady na kapitál, včetně kapitálu vlastního. Ukazatel EVA v sobě zahrnuje i kalkulaci rizika.

Výpočet EVA

EVA vyjadřuje nadzisk firmy, což znamená rozdíl mezi zisky a náklady na kapitál. Výpočet EVA lze rozdělit na výpočet na bázi provozního zisku a hodnotového rozpětí.

EVA na bázi provozního zisku

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.18)$$

kde $NOPAT$ je zisk z operativní činnosti po zdanění, $WACC$ jsou celkové náklady na kapitál a C je kapitál vázaný v aktivech sloužící k operativní činnosti podniku.

EVA na bázi hodnotového rozpětí

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.19)$$

kde ROC je výnosnost investovaného kapitálu.

2.2 Metody ocenění založené na opční metodologii

Stanovení hodnoty podniku na základě opční metodologie je novým přístupem. Cena opcí se stanoví podle hodnoty podkladového aktiva. Opce, které představují deriváty cenných papírů, se dělí na finanční a reálné opce. Finanční opce představují právo na budoucí prodej nebo nákup nějakého aktiva, reálné opce umožňují právo na inkasování budoucích peněžních toků, které souvisí např. s prodejem či nákupem aktiv podniku. Oceňování na základě opční metodologie se může provádět buď analyticky a to pomocí např. Black-Scholesova modelu nebo numericky pomocí binomického či trinomického modelu nebo pomocí simulace např. simulace Monte Carlo. Při oceňování reálných opcí a tedy i podniku hovoříme o americkém typu opce a je tedy vhodné použít binomický model.

Tabulka 2.1: Porovnání finanční opce na akcii a reálné opce jako hodnoty VK

<i>Parametr</i>		<i>Finanční opce</i>		<i>Reálná opce</i>
Podkladové aktivum	S_t	aktuální tržní cena akcie	A	aktuální tržní hodnota aktiv
Realizační cena	X	cena podkladového aktiva	D	nominální hodnota dluhu
Doba splatnosti	T	doba trvání kontraktu	T	doba trvání firmy
Bezriziková úroková sazba	R_F	bezriziková úroková sazba	R_F	bezriziková úroková sazba
Volatilita podkl.aktiva	σ	volatilita akcie	σ_A	volatilita aktiv
Vnitřní hodnota	VH	$VH_T = \max(S_T - X; 0)$	VH	$VH_T = \max(A_T - D; 0)$
Cena opce (prémie)	c	cena opce	V_E	hodnota vlastního kapitálu

Zdroj: Dana Dluhošová a kolektiv, *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování*

Použití metod na základě opční metodologie umožňuje při oceňování zohlednit flexibilitu budoucích rozhodování a také aktivních zásahů. Zohlednění flexibility vede k tomu, že jsou podniky oceněny vyšší hodnotou, protože aktivní zásahy v budoucnu mají také hodnotu. To oproti tradičním metodám ocenění vede k názoru, že pasivní tradiční metody vedou k podhodnocení skutečné hodnoty firem.

2.2.1 Opce

Finanční deriváty jsou instrumenty, jejichž hodnota je odvozena z hodnoty podkladového aktiva a jejichž podstatou je forma termínového obchodu. Finanční deriváty dělíme na termínové kontrakty a opční kontrakty. Základní typy termínových derivátů jsou

futures a jim podobné certifikáty, forwardy a swapy. U termínových kontraktů jsou oba subjekty v těsné pozici a musí dodržet předem stanovené závazky.

Opce se zásadně liší od výše uvedených derivátů tím, že protistrany si nejsou rovny. Kupující opce se nachází ve volné pozici a má právo si vybrat, zda opci uplatní či nikoli. Prodávající opce se naopak nachází v těsné pozici. V případě těsné pozice, musí splnit předem stanovenou dohodu. Kupující platí prodávajícímu tzv. opční prémii, která představuje cenu opce a je odměnou pro prodávajícího za jeho znevýhodněnou pozici.

U finančních kontraktů rozlišujeme ještě další dvě pozice. Dlouhá pozice neboli long pozice, u které se sází na růst ceny podkladového aktiva a krátká pozice neboli short pozice, u které se sází na pokles ceny podkladového aktiva.

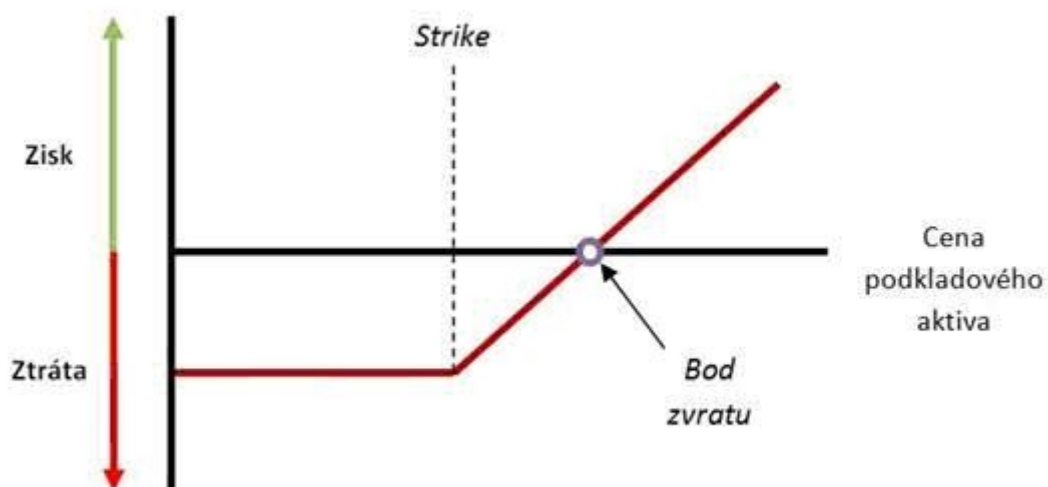
Dělení opcí

Opce se dělí na call opce neboli kupní opce, put opce neboli prodejní opce a exotické opce. V případě call opce má kupující právo koupit, v případě put opce má kupující právo prodat podkladové aktivum za realizační cenu. Kombinací s long a short pozicemi dostáváme 4 různé pozice v opci.

Long call pozice

Pozice, která dává právo koupit za danou realizační cenu podkladové aktivum. Za zakoupení pozice musí majitel opce zaplatit opční prémii. V této pozici je pro majitele výhodnější, pokud cena podkladového aktiva roste. Maximální ztráta je omezena výší zaplacené opční prémie. Opce bude uplatněna tehdy, pokud cena podkladového aktiva bude větší než realizační cena, v opačném případě nechá majitel opci propadnout, protože je pro něj výhodnější koupit podkladové aktivum přímo na spotovém trhu.

Obrázek 2.1: Long call opce

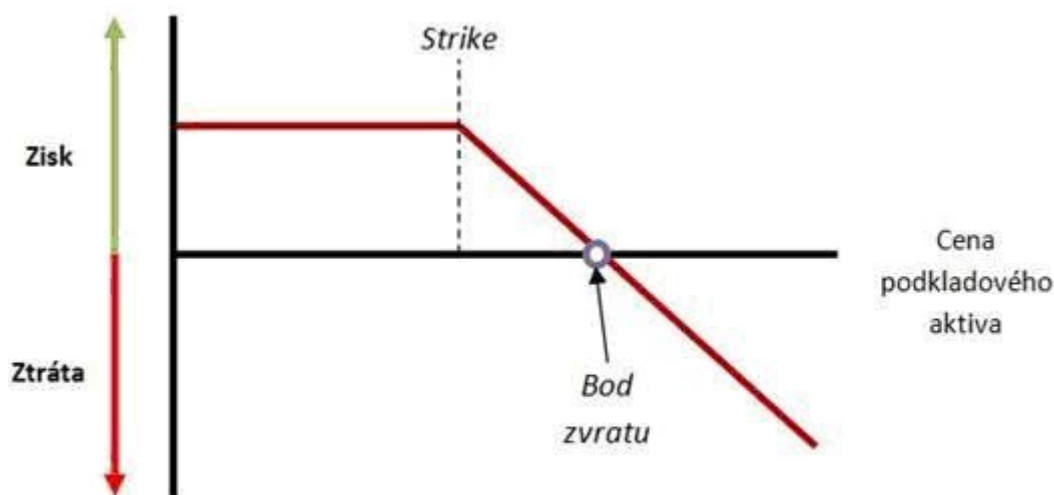


Zdroj: www.finance.cz

Short call pozice

Tato pozice zakládá povinnost prodat podkladové aktivum protistraně, pokud ten opci uplatní. Za tuto povinnost je inkasována opční prémie. Opce je uplatněna tehdy, pokud je cena podkladového aktiva vyšší než realizační cena. Maximální výší zisku je zde opční prémie.

Obrázek 2.2: Short call opce

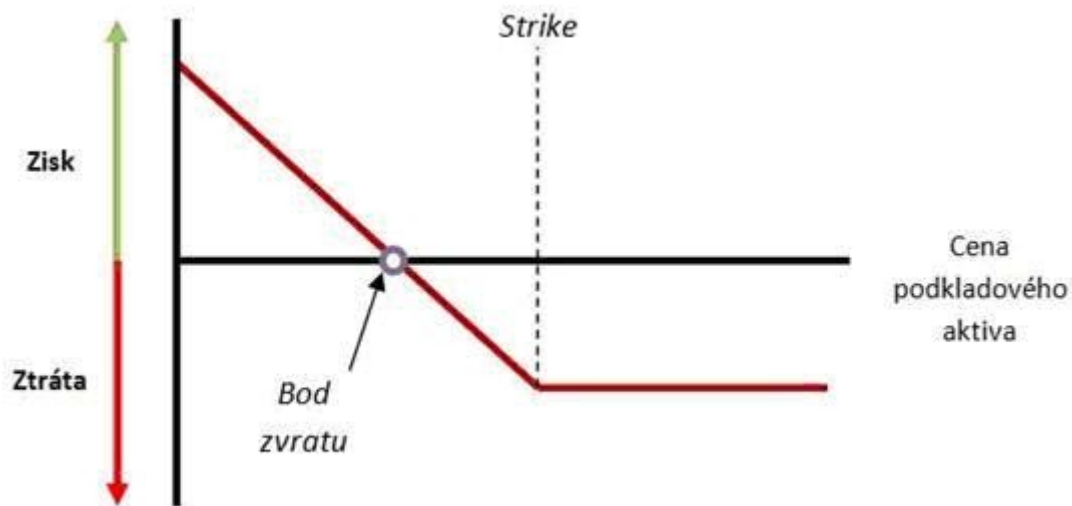


Zdroj: www.finance.cz

Long put pozice

U long put pozice vzniká právo prodat podkladové aktivum za realizační cenu. Při zakoupení opce platí subjekt opční prémii. Opce je využita v případě, pokud cena podkladového aktiva klesá. Maximální ztráta je ve výši opční premie.

Obrázek 2.3: Long put opce

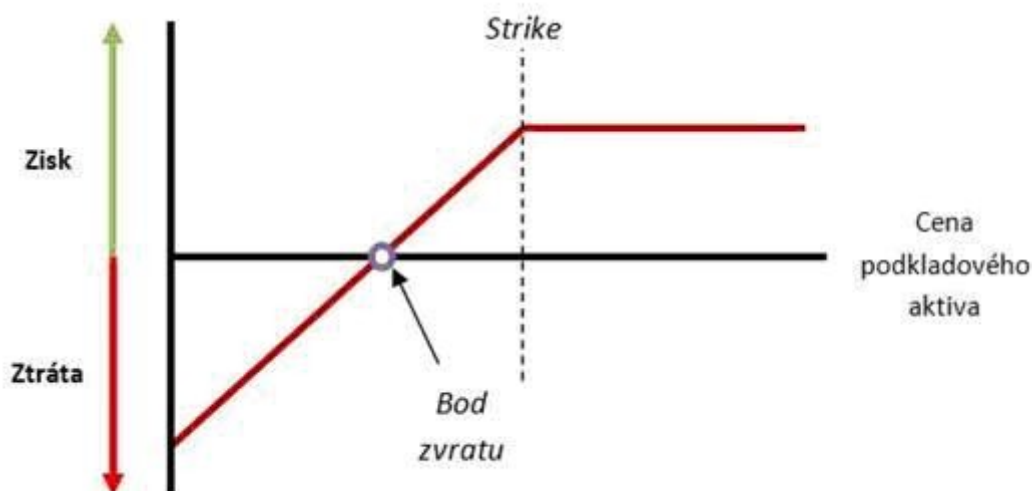


Zdroj: www.finance.cz

Short put pozice

Short put pozice, neboli prodej prodejní opce, zakládá majiteli povinnost koupit od protistrany podkladové aktivum, pokud opci uplatní. Maximálním možným ziskem je zde opční premie. Opce bude využita v případě, pokud cena podkladového aktiva bude menší než realizační cena.

Obrázek 2.4: Short put opce



Zdroj: www.finance.cz

Exotické opce

Exotické opce jsou složitějšími druhy finančních opcí a jsou charakterizovány pomocí typu výplatní funkce, počtu podkladových aktiv, typů podkladových aktiv, typu náhodného procesu a podle variantnosti volby.

Výplatní funkce se rozlišují na funkce s pamětí, funkce s různou možností času a na funkce s limitně omezenou výplatou. Mezi funkce s pamětí, neboli path dependent opce se řadí *asijské opce*. Výplata asijských opcí závisí na průměrné ceně podkladového aktiva a to za interval od uzavření až po moment využití kontraktu. Řadí se zde i *bariérové opce*, kde se kontrakt stává opcí nebo zaniká v případě, kdy cena podkladového aktiva narazí na bariéru.

Z hlediska času dělíme opce na *americké opce*, které mohou být uplatněny kdykoli během stanovené časové lhůty až do dne splatnosti, *evropské opce*, které mohou být uplatněny pouze v den jejich splatnosti, *bermudské opce*, které mohou být využity pouze v určitých stanovených momentech nebo intervalech a *swing opce*, kdy využití je v řadě stanovených momentů nebo intervalů.

Podle počtu podkladových aktiv rozlišujeme *jednofaktorové opce*, *dvoufaktorové opce* (dvě podkladová aktiva) a *vícefaktorové opce* neboli *basket opce*, u kterých je výplata závislá na více než dvou podkladových aktivech.

Dle typu podkladového aktiva se dělí na finanční a nefinanční veličiny.

Vývoj podkladových aktiv vyjadřujeme pomocí náhodných procesů. Dělíme je na *Wienerův proces* tvořící složku všech ostatních procesů, *aritmetický a geometrický Brownův proces*, *Mean – reversion proces*, *Itoův proces* a další.

Poslední hledisko dělení exotických opcí je hledisko variantnosti volby. Rozlišujeme volbu mezi dvěma variantami a volbu mezi více variantami, zde patří např. *exchange opce* nebo *chooser opce*.

Tabulka 2.2: Výplatní funkce a zisk u opcí

	<i>kupující</i>		<i>prodávající</i>	
	VH_T	$Zisk_T$	VH_T	$Zisk_T$
Call opce	$\max(S_T - X; 0)$	$\max(S_T - X - c; -c)$	$\min(X - S_T; 0)$	$\min(X - S_T + c; c)$
Put opce	$\max(X - S_T; 0)$	$\max(X - S_T - p; -p)$	$\min(S_T - X; 0)$	$\min(S_T - X + p; p)$

Zdroj: Dana Dluhošová, Finanční řízení a rozhodování podniku

V Tab. 2.1 jsou znázorněny výpočty výplatních funkcí a zisků u jednotlivých opcí. Jedná se zde o tzv. hru s nulovým součtem, kdy platí, že zisk kupujícího je ztrátou prodávajícího.

2.2.2 Modely oceňování opcí

Modely oceňování opcí se liší podle předpokladu vývoje podkladového aktiva. Rozlišujeme diskrétní a spojitý modely. Mezi diskrétní modely se řadí binomický, trinomický a multinomický model. U binomického modelu mohou nastat dvě situace, cena může buď vzrůst nebo poklesnout, u trinomického modelu může cena navíc zůstat stejná a u multinomického může cena nabývat více jak tři hodnot s určitými pravděpodobnostmi.

2.2.2.1 Binomický model

Jak je zmíněno výše, binomický model je založen na myšlence, že cena podkladového aktiva může nabývat pouze dvou diskrétních hodnot. A to buď cena vzroste, nebo klesne.

Předpoklady binomického modelu

- Neexistuje možnost arbitráže, a tedy nelze dosáhnout bezrizikového zisku,

- existuje platnost zákona jedné ceny (dvě různá aktiva se stejnou výplatní funkcí v čase t_1 mají při předpokladu nemožnosti arbitráže stejnou cenu),
- existují dokonalé trhy, neberou se v úvahu daně a transakční náklady,
- existuje nekonečná dělitelnost aktiv,
- oceňování je založeno na rizikově neutrálním principu, kdy výnos všech aktiv se rovná bezrizikové sazbě.

Vzorce (2.20) a (2.21) znázorňují koeficienty růstu a poklesu ceny aktiva. Platí zde, že $d = 1/u$.

$$u = e^{\sigma \cdot \sqrt{dt}}, \quad (2.20)$$

$$d = e^{-\sigma \cdot \sqrt{dt}}, \quad (2.21)$$

kde σ je směrodatná odchylka ceny podkladového aktiva.

Při odhadu rizikově neutrálních pravděpodobností se předpokládá, že se jedná o rizikově neutrální přístup. Výpočty rizikově neutrálních pravděpodobností jsou vyjádřeny vzorci (2.22) a (2.23).

$$p^u = \frac{e^{R_F \cdot dt} - d}{u - d}, \quad (2.22)$$

$$p^d = 1 - p^u. \quad (2.23)$$

Při oceňování na základě opční metodologie se rozlišují dvě strategie, replikační a hedgingová.

2.2.2.2 Replikační strategie

Principem replikační strategie je sestavení replikačního portfolia, které je složeno z h podílu podkladového aktiva S a bezrizikové výpůjčky B a to tak, aby replikační portfolio přesně napodobovalo vývoj ceny opce při jakémkoliv pohybu ceny podkladového aktiva. Protože portfolio a opce mají stejnou výplatní funkci, potom dle zákona jedné ceny a také při nemožnosti arbitráže musí mít stejnou cenu.

Hodnota replikačního portfolia se vypočte dle vzorce (2.24).

$$\pi_{t_0} = (h \cdot S_{t_0} + B_{t_0}), \quad (2.24)$$

kde π_{t_0} je hodnota replikačního portfolia v čase t , h je množství podkladového aktiva, S_{t_0} je cena podkladového aktiva v čase t a B_{t_0} je hodnota bezrizikové výpůjčky.

Při nemožnosti arbitráže a zákona jedné ceny musí platit,

$$C_{t_0} = (h \cdot S_{t_0} + B_{t_0}), \quad (2.25)$$

kde C_{t_0} je cena opce v čase t .

Pro růst ceny podkladového aktiva platí vztah (2.26), pro pokles vztah (2.27).

$$\pi_1^u = [h \cdot S_1^u + B \cdot (1 + R_F)], \quad (2.26)$$

$$\pi_1^d = [h \cdot S_1^d + B \cdot (1 + R_F)], \quad (2.27)$$

kde R_F je bezriziková sazba.

Pokud je portfolio správně sestaveno, pak replikuje výplatní funkci opce a musí platit,

$$C_{t_0} \cdot (1 + R_F) \approx (h \cdot S_{t_0} + B_{t_0}) \cdot (1 + R_F) = \begin{Bmatrix} \pi_1^u \\ \pi_1^d \end{Bmatrix}. \quad (2.28)$$

Řešením soustavy vzorců (2.26) a (2.27) je vypočteno h a B a jejich dosazením do rovnice (2.28) je vypočtena cena opce v čase t_0 .

2.2.2.3 Hedgingová strategie

Principem hedgingové strategie je vytvoření hedgingového portfolia složeného z h podílu podkladového aktiva S a pozicí v call opci a to tak, aby hodnota portfolia byla konstantní bez ohledu na vývoj hodnoty podkladového aktiva.

Hodnotu portfolia vypočteme dle vztahu (2.29).

$$\pi_{t_0} = (h \cdot S_{t_0} - C_{t_0}). \quad (2.29)$$

Pokud dojde k vzestupu či poklesu ceny podkladového aktiva je hodnota portfolia rovna vztahům (2.30) a (2.31).

$$\pi_1^u = (h \cdot S_0^u - C_1^u), \quad (2.30)$$

$$\pi_1^d = (h \cdot S_0^d - C_0^d) \quad (2.31)$$

Aby hodnota portfolia byla konstantní bez ohledu na vývoj podkladového aktiva, pak musí platit, že,

$$(h \cdot S_1^u - C_1^u) = (h \cdot S_1^d - C_1^d). \quad (2.32)$$

Z rovnice (2.32) dostaneme vztah pro výpočet h .

$$h = \frac{C_1^u - C_1^d}{S_1^u - S_1^d} = \frac{\Delta C}{\Delta S}. \quad (2.33)$$

Je-li hedgingové portfolio bezrizikové, musí se jeho výnos rovnat bezrizikovému výnosu.

$$(h \cdot S_{t_0} - C_{t_0}) \cdot (1 + R_F) = \begin{Bmatrix} \pi_1^u \\ \pi_1^d \end{Bmatrix}. \quad (2.34)$$

Z rovnice (2.34) si vyjádříme C_{t_0} a dostaneme vzorec (2.35).

$$C_{t_0} = \frac{h \cdot S_{t_0} + (C_1^d - h \cdot S_1^d)}{(1 + R_F)}. \quad (2.35)$$

Do vzorce (2.35) dosadíme za h vzorec (2.33) a po úpravě dostaneme vztah (2.36).

$$C_{t_0} = \frac{(p_u \cdot C_1^u + (1 - p_u) \cdot C_1^d)}{(1 + R_F)}. \quad (2.36)$$

Ze vzorce (2.36) vyplývá, že cena opce je rovna současné hodnotě střední hodnoty v době vypršení, avšak tento vztah platí pouze pro evropské opce. Pro americké opce vzhledem k možnosti dřívějšího vypořádání platí vztah (2.37).

$$C_{t_0} = \max \left\{ \frac{(p_u \cdot C_1^u + (1 - p_u) \cdot C_1^d)}{(1 + R_F)}; VH \right\}. \quad (2.37)$$

2.2.2.4 Trinomický model

Oproti modelu binomickému zde nejsou pouze dvě možnosti vývoje ceny podkladového aktiva, ale existuje i varianta třetí. Cena může vzrůst, klesnout nebo zůstat stejná v daném časovém intervalu.

Vztahy pro výpočet růstu a poklesu znázorňují následující vzorce. Vzorec, kdy cena zůstává stejná v daném časovém intervalu, se rovná 1.

$$u = e^{\sigma \cdot \sqrt{2 \cdot dt}}, \quad (2.38)$$

$$d = e^{-\sigma \cdot \sqrt{2 \cdot dt}}, \quad (2.39)$$

$$m = 1. \quad (2.40)$$

Pokud uvažujeme podkladové aktivum bez výplaty dividend, pak je doba životnosti opce rozdělena na konečný počet časových intervalů. Předpokládá se, že hodnota podkladového aktiva může v každém následujícím diskrétním časovém okamžiku vzrůst

s pravděpodobností p^u , zůstat na stejné hodnotě s pravděpodobností p^m nebo poklesnout s pravděpodobností p^d .

Vztahy pro výpočty pravděpodobností znázorňují vzorce (2.41), (2.42) a (2.43).

$$p^u = \frac{\left(e^{\frac{R_f \cdot dt}{2}} - e^{-\sigma \sqrt{\frac{dt}{2}}} \right)^2}{e^{\sigma \sqrt{\frac{dt}{2}}} - e^{-\sigma \sqrt{\frac{dt}{2}}}}, \quad (2.41)$$

$$p^d = \frac{\left(e^{-\sigma \sqrt{\frac{dt}{2}}} - e^{\frac{R_f \cdot dt}{2}} \right)^2}{e^{\sigma \sqrt{\frac{dt}{2}}} - e^{-\sigma \sqrt{\frac{dt}{2}}}}, \quad (2.42)$$

$$p^m = 1 - p^d - p^u. \quad (2.43)$$

Ostatní výpočty u trinomického modelu jsou stejné jako u modelu binomického. U trinomického modelu, stejně jako u binomického se postupuje zpětně od koncových uzlů trinomického stromu směrem k počátečnímu uzlu. Předpokládáme zde rizikově-neutrální prostředí, kdy výnosy aktiv jsou rovny bezrizikové sazbě.

Cena evropské opce je vyjádřena následujícím vztahem,

$$C_t = \left[p^u \cdot C_{t+dt}^u + (1 - p^u - p^d) \cdot C_{t+dt}^m + p^d \cdot C_{t+dt}^d \right] \cdot (1 + R_f)^{-dt}. \quad (2.44)$$

Cena americké opce je pak určena takto,

$$C_t = \max \left\{ \left[p^u \cdot C_{t+dt}^u + (1 - p^u - p^d) \cdot C_{t+dt}^m + p^d \cdot C_{t+dt}^d \right] \cdot (1 + R_f)^{-dt}; VH_t \right\}. \quad (2.45)$$

2.2.2.5 Black - Scholesův model

V případě, kdy očekáváme spojitý vývoj ceny podkladového aktiva, lze použít spojitý Black – Scholesův model, který je založen na předpokladu, že podkladové aktivum se chová jako stochastický spojitý proces. B–S model vyžaduje znalost volatility podkladového aktiva a také předpokládá, že se v čase nemění, což však není ve skutečnosti vždy splněno, protože investiční projekty mění své riziko v čase. B–S model se používá pro oceňování evropských opcí, tedy okamžik uplatnění je vázán k určitému datu. U reálných opcí nelze uplatnění vázat k určitému časovému okamžiku, ale spíše časovému rozpětí. B–S model předpokládá logaritmicko-normální rozložení hodnoty podkladového aktiva.

2.2.3 Reálné opce

Reálné opce představují flexibilní přístup ve finančním řízení firmy a umožňují dodatečné zásahy do zahájených projektů. Tyto dodatečné zásahy jsou prováděny v případech, kdy se tržní podmínky vyvíjí jinak, než se očekávalo a také když se pro firmu otevírají nové příležitosti. Reálné opce stejně jako opce finanční mají svou hodnotu, kterou je nutné najít a zahrnout do rozhodování společnosti. Tato hodnota neboli opční prémie a její zahrnutí do hodnoty projektu vede k realizaci takových projektů, které by nemohly být realizovány, pokud by byla použita jedna z tradičních metod. Pro hodnotu firmy či investičního projektu platí, že rozšířená hodnota se rovná pasivní hodnotě a k ní přičtené hodnotě flexibility.

2.2.3.1 Základní proměnné u reálných opcí

Podkladové aktivum

U reálných opcí je podkladovým aktivem Cash Flow projektu v čase t . Čím vyšší je hodnota podkladového aktiva, tím vyšší je hodnota kupní opce a tím nižší hodnota opce prodejní.

Realizační cena

Investiční výdaj, který musí být vynaložen a to v případě uplatnění kupní opce. U prodejních opcí představuje realizační cena ušetřené investiční výdaje.

Doba do splatnosti opce

Časový úsek, během kterého lze danou opci uplatnit.

Volatilita hodnoty podkladového aktiva

Vyšší riziko znamená vyšší hodnotu opce a tím i projektu. Volatilita zde představuje riziko podkladového aktiva. Volatilita představuje také klíčový rozdíl mezi tradičními

metodami ocenění a metodou na základě opční metodologie a to v tom, že u tradičních metod se hodnota projektu s rostoucím rizikem snižuje, zatímco u opční metodologie je tomu právě naopak.

Bezriziková sazba

Platí zde, že čím vyšší hodnota bezrizikové sazby, tím vyšší hodnota opce.

Tabulka 2.3: Finanční a reálné opce

Finanční opce	Reálná opce
Cena podkladového aktiva	Současná hodnota budoucích cash flow
Realizační cena	Investiční výdaj
Doba do splatnosti opce	Doba životnosti projektu
Volatilita ceny podkladového aktiva	Volatilita hodnoty projektu
Bezriziková úroková sazba	Bezriziková úroková sazba

Zdroj: Dana Dluhošová a kolektiv, *Nové přístupy a finanční nástroje ve fin. rozhodování*

2.2.3.2 Základní typy reálných opcí

Mezi základní typy reálných opcí patří následující typy.

Opce na předčasné ukončení projektu

Tato opce představuje americkou prodejní opci, která nám umožňuje předčasně ukončit projekt a prodat aktiva za zůstatkovou cenu. Zůstatková cena představuje realizační cenu opce. Výplatní funkce má tvar,

$$VH = \max(V_t - A_t, 0), \quad (2.46)$$

kde V_t jsou cash flow z projektu a A_t je prodejní cena.

Pokud vnitřní hodnota bude větší než 0, pak se doporučuje v projektu pokračovat, avšak pokud se vnitřní hodnota bude rovnat 0, pak se projekt předčasně ukončí. Následující tvrzení lze vyjádřit vztahem (2.47).

$$F = \left\{ \begin{array}{l} VH > 0 \longrightarrow \text{rozšířit} \\ VH = 0 \longrightarrow \text{pokračovat} \end{array} \right\}. \quad (2.47)$$

Opce na rozšíření projektu

U této opce se opět jedná o americkou kupní opci, která dává možnost rozšířit původní projekt např. v případě, že se původní podmínky vyvíjejí lépe, než se očekávalo. Výplatní funkci u opce na rozšíření projektu znázorňuje vzorec (2.48).

$$VH = \max(x \cdot V - I_E; 0), \quad (2.48)$$

kde $x \cdot V$ je cash flow z rozšířené části projektu a I_E jsou investiční výdaje na rozšíření.

Pokud vnitřní hodnota bude větší než 0, projekt bude rozšířen. Pokud se však vnitřní hodnota bude rovnat 0, bude se v projektu pokračovat dále bez rozšíření.

$$F \left\{ \begin{array}{l} VH > 0 \longrightarrow \text{rozšířit} \\ VH = 0 \longrightarrow \text{pokračovat} \end{array} \right\}. \quad (2.49)$$

Opce na zúžení projektu

Opce, která dává možnost zúžení projektu v tom případě, pokud se původní podmínky vyvíjí hůře, než se očekávalo. Jedná se o prodejní opci na část projektu za cenu, která se rovná realizační ceně. Výplatní funkce má následující tvar.

$$VH = \max(I_C - y \cdot V; 0), \quad (2.50)$$

kde $y \cdot V$ je cash flow likvidované části projektu a I_C uspořené investiční výdaje.

Pokud vnitřní hodnota bude větší než 0, pak se doporučuje zúžit projekt, pokud se vnitřní hodnota bude rovnat 0, pak se bude dál pokračovat v původním projektu, stejně jako v předchozích případech.

$$F = \left\{ \begin{array}{l} VH > 0 \longrightarrow \text{zúžit} \\ VH = 0 \longrightarrow \text{pokračovat} \end{array} \right\}. \quad (2.51)$$

Opce na dočasné přerušení projektu

Tato opce se využívá tehdy, pokud ceny klesnou krátkodobě pod úroveň variabilních nákladů. Realizační cena zde představuje variabilní náklady v daném roce. Cash flow daného roku jsou zde podkladovým aktivem. Výplatní funkce má tvar,

$$VH = \max(CF_t - VC_t; 0), \quad (2.52)$$

kde CF_t jsou cash flows v daném roce a VC_t jsou variabilní náklady výroby.

V případě, že cash flows v daném roce jsou menší než variabilní náklady v daném roce, pak se projekt dočasně přeruší. V opačném případě se dále pokračuje v projektu.

$$F = \begin{cases} CF_t < VC_t \longrightarrow \text{dočasně přerušit} \\ CF_t > VC_t \longrightarrow \text{pokračovat} \end{cases}. \quad (2.53)$$

2.2.4 Vlastní kapitál zadlužené firmy jako call opce

Vlastní kapitál firmy zde představuje call opci vlastněnou akcionáři na aktiva společnosti. Realizační cena odpovídá nominální hodnotě dluhu v době jeho splatnosti. Když v době splatnosti dluhu přesahuje hodnota aktiv hodnotu dluhu, pak akcionáři uplatní svou opci a vyplatí věřitelům realizační cenu, kterou je dluh. Hodnota vlastního kapitálu představuje rozdíl mezi tržní hodnotou aktiv a hodnotou dluhu, neboli VH–vnitřní hodnota. Výplatní funkce má tvar znázorňující vzorec (2.54).

$$\text{hodnota vlastního kapitálu} \equiv VH_T = \max(A_T - D_T; 0). \quad (2.54)$$

Pokud je hodnota aktiv menší než dluh, akcionáři opci neuplatní, její vnitřní hodnota je pak nulová a tím i hodnota vlastního kapitálu.

$$\text{hodnota dluhu} = \max(A_T - E_T; 0) = \min(A_T; D_T), \quad (2.55)$$

kde E je vlastní kapitál, A jsou aktiva společnosti, D je hodnota dluhu, T je doba splatnosti, X je realizační cena a VH je vnitřní hodnota.

Vlastní model oceňování je založen na několika zjednodušujících předpokladech.

- Hodnota firmy je rozdělena pouze do dvou skupin mezi akcionáře a věřitele,
- dluh firmy je představován bezkupónovými obligacemi,
- na dluh firmy nejsou vázána další práva jako např. právo svolatelnosti nebo konvertibility,
- je možné určit tržní hodnotu firmy a také rozptýl její hodnoty.

Všechny tyto zjednodušující předpoklady mají své opodstatnění. Rozdělní hodnoty firmy pouze do dvou skupin umožňuje realizovat opční metodologii. Je zde zachován vztah mezi zúčastněnými stranami. U finančních opcí to je vztah kupující a prodávající, u firmy pak akcionáři a věřitelé. Bezkupónová obligace se splatností v čase T má vlastnost realizační ceny

finanční opce a pokud můžeme určit tržní hodnotu aktiv firmy a pokud je dluh veřejně obchodovatelný, pak může být ověřeno, jestli jsou vlastní kapitál a dluh firmy správně oceněny.

3 Ocenění podniku na bázi opční metodologie

Obsahem kapitoly je praktická část, která se skládá z finanční analýzy podniku a věnuje se postupnému ocenění vlastního kapitálu společnosti Alfa, která patří mezi přední světové dodavatele nízkonapěťových asynchronních elektromotorů a jejími hlavními zákazníky jsou výrobci čerpadel, kompresorů a klimatizačních zařízení. Ocenění bude provedeno k datu 1. 1. 2010 a pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu bude použit binomický a trinomický model ocenění za rizika a flexibility a také binomický a trinomický model ocenění za rizika bez flexibility.

3.1 Finanční analýza společnosti

Finanční analýza je velmi důležitým nástrojem řízení podniku. Při hodnocení finanční situace se využívá celá řada poměrových ukazatelů. Smyslem je využití těchto ukazatelů, posouzení a zhodnocení finanční situace podniku a také podání doporučení pro další vývoj. Hlavní úkol finanční analýzy je komplexně zhodnotit úroveň současné situace podniku, posoudit vyhlídky podniku do budoucnosti a také zlepšit ekonomickou situaci podniku a zajistit další prosperitu podniku.

Do finanční analýzy se promítá objem a kvalita výroby, úroveň marketingové a obchodní činnosti, inovační aktivita a další podnikové činnosti³.

3.1.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilita charakterizuje strukturu zdrojů financování. Vypočítané ukazatele finanční stability jsou zachyceny v Tab. 3.1.

³ Dana Dluhošová – Finanční řízení a rozhodování podniku

Tabulka 3.1: Ukazatele zadluženosti a finanční stability

<i>Ukazatele zadluženosti a fin. stability</i>		2005	2006	2007	2008	2009
podíl VK na CA	vlastní kapitál / celková aktiva	46,09%	32,71%	33,92%	26,90%	26,90%
stupeň krytí stálých aktiv	dlouhodobý kapitál / stálá aktiva	78,05%	57,39%	57,78%	31,52%	41,42%
celková zadluženost	cizí kapitál / celková aktiva	49,83%	62,37%	60,97%	68,85%	69,90%
běžná zadluženost	krátk. cizí kapitál / celková aktiva	47,18%	59,63%	57,75%	67,48%	67,34%
zadluženost VK	cizí kapitál / vlastní kapitál	108,15%	190,67%	179,76%	359,80%	259,83%

Zdroj: Vlastní výpočty

Ukazatel podílu VK na A by měl mít rostoucí trend, což, jak lze pozorovat z Tab. 3.1, je splněné pouze v roce 2007, v ostatních případech ukazatel klesá a to z důvodů nejen klesajícího vlastního kapitálu, ale také v některých případech rostoucích aktiv, např. v roce 2006 z důvodu zvýšení jak dlouhodobého majetku, tak majetku oběžného. Ukazatel nám říká, do jaké míry je podnik schopen krýt celková aktiva vlastním kapitálem a charakterizuje dlouhodobou finanční stabilitu podniku.

Ukazatel stupně krytí SA dává do poměru dlouhodobý kapitál a stálá aktiva. Trendem by měl být, stejně jako v předchozím případě, růst, což je splněno v roce 2009. Růst byl způsoben nárůstem dlouhodobého kapitálu. Ukazatel říká, že ze 41,42% jsou stálá aktiva kryta dlouhodobým kapitálem. V roce 2007 ukazatel také roste, ale jen velmi málo. V ostatních letech má ukazatel klesající tendence z důvodu výrazného snížení výsledku hospodaření za běžné účetní období, jako součásti dlouhodobého kapitálu. Největší propad ukazatele je v roce 2008. Tato situace souvisí s propuknutím hospodářské krize.

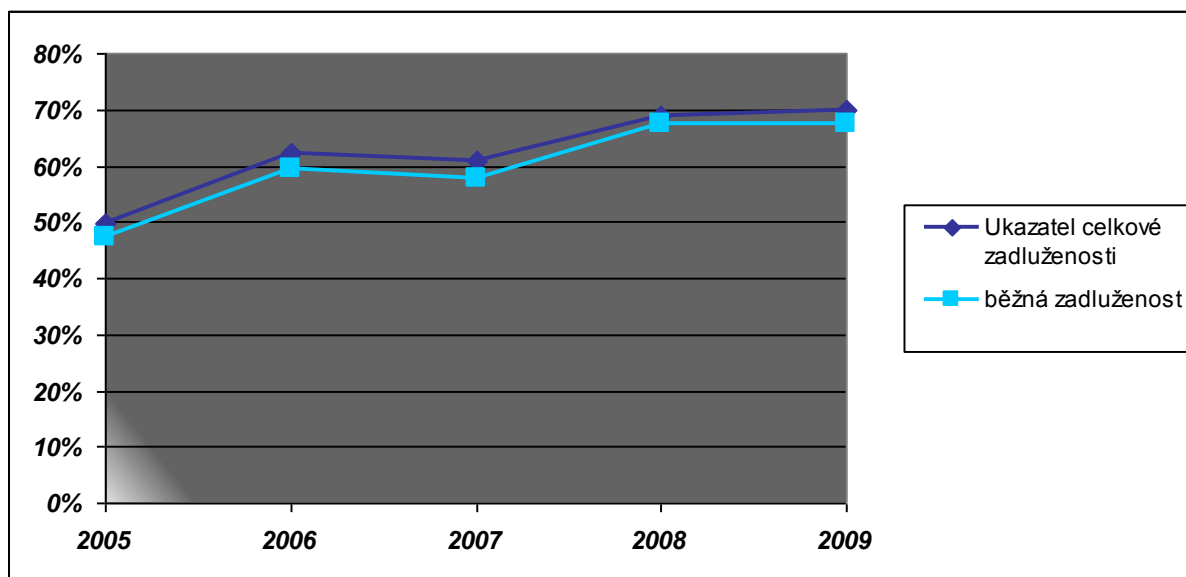
Oproti předcházejícím ukazatelům by měl mít *ukazatel celkové zadluženosti* klesající trend. Pouze v jednom roce je klesající trend dodržen, a to v roce 2007. Ukazatel dává do poměru cizí kapitál a celková aktiva. Největší nárůst ukazatele je zachycen v roce 2006, kdy z necelých 50% vzroste na téměř 63%, což je způsobeno nárůstem cizího kapitálu a to převážně krátkodobých závazků. Největší položku cizího kapitálu tvoří závazky – ovládací a řídicí osoba, které tvoří úvěry, jež si společnost Alfa bere od své propojené firmy, která působí jako banka pro celý koncern společnosti Alfa. Ta poskytuje společnosti úvěry s malým úrokem a nedochází tak k potížím se splácením takto poskytnutých úvěrů.

Klesající trend u *ukazatele běžné zadluženosti*, stejně jako v ostatních případech, je dodržen pouze v jednom roce, 2007. V ostatních případech běžná zadluženost, která poměřuje krátkodobý cizí kapitál, ku celkovým aktivům, roste nebo je zachována na téměř stejné hodnotě, jak je tomu v roce 2009.

Akceptovatelná *zadluženost vlastního kapitálu* závisí na fázi vývoje firmy a postoji vlastníků k riziku. *Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu* by se měl pohybovat v rozmezí od 80% do 120%. Jak lze vidět z Tab. 3.1, do tohoto rozmezí společnost spadá pouze v roce 2005. V dalších letech ukazatel roste, s výjimkou roku 2007, a to z důvodů nárůstu cizího kapitálu a poklesu kapitálu vlastního.

Na Obr. 3.1 jsou znázorněny vývoje celkové a běžné zadluženosti.

Obrázek 3.1: Celková a běžná zadluženost



Zdroj: Vlastní zpracování

3.1.2 Ukazatele rentability

Základním kritériem hodnocení rentability (výnosnosti) je rentabilita vloženého kapitálu. Podle toho, jaký typ kapitálu je použit, rozlišujeme následující ukazatele, a to rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu.

Tabulka 3.2: Ukazatele rentability

<i>Ukazatele rentability</i>		2005	2006	2007	2008	2009
ROA	EBIT / aktiva	20,48%	7,38%	13,36%	-4,06%	5,04%
ROCE	EBIT / VK+dlouhodobé dluhy	42,01%	20,82%	35,97%	-19,79%	17,10%
ROE	EAT / vlastní kapitál	32,39%	15,81%	27,20%	-20,80%	11,04%
ROS	EAT/ tržby	7,12%	2,42%	3,74%	-1,71%	1,50%

Zdroj: Vlastní výpočty

ROA dává do poměru zisk před úroky a daněmi k celkovým aktivům podniku a bývá považována za klíčové měřítko rentability. Rostoucí trend je dodržen pouze v letech 2007 a 2009. V roce 2006 došlo k výraznému poklesu ukazatele, což bylo způsobeno velkým poklesem zisku. V roce 2007 však došlo ke zvýšení tržeb a tím i k růstu EBITu.

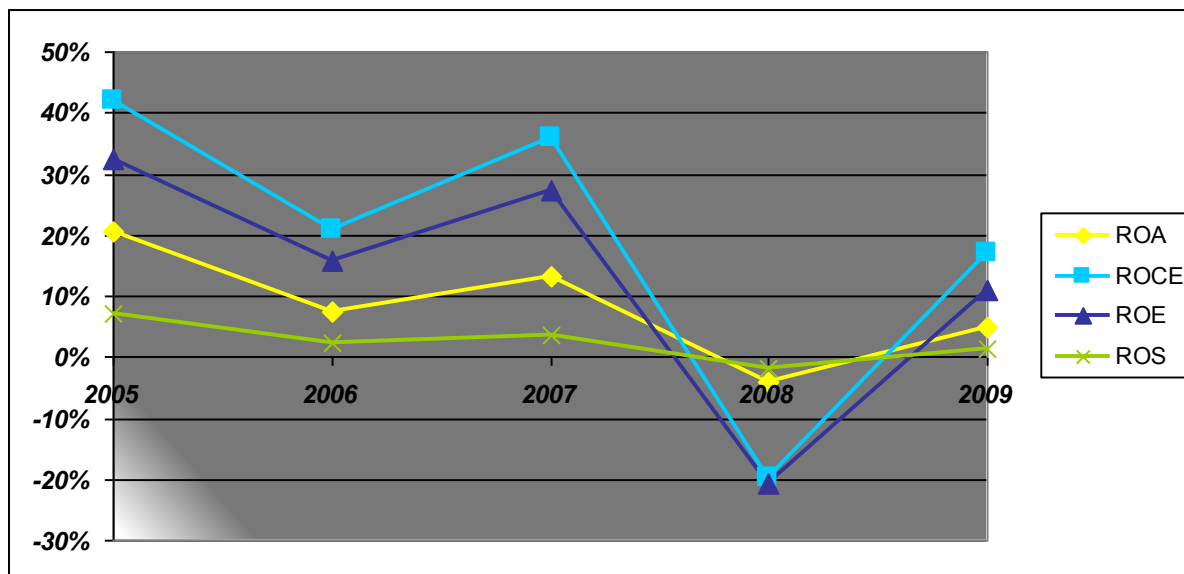
Ukazatelem ROCE se hodnotí význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti vlastního kapitálu spojeného s dlouhodobými zdroji. Rostoucí trend je dodržen opět jen v letech 2007 a 2009. V ostatních letech má ukazatel klesající tendence z důvodu klesajícího EBITu.

Ukazatel ROE poměřuje čistý zisk k vlastnímu kapitálu. Ačkoliv by měl mít ukazatel rostoucí trend, je tomu tak dodrženo pouze v letech 2007 a 2009 jako u předchozích ukazatelů rentability, v ostatních případech ukazatel klesá a to z důvodů snižování výsledku hospodaření.

Rentabilita tržeb představuje míru zisku připadající na jednu korunu tržeb. Tato hodnota vypovídá také o tom, jak podnik dokáže kontrolovat své náklady. Nejvyšší hodnoty dosahuje *ukazatel ROS* v roce 2005, pak má klesající tendence s výjimkou v roce 2007 a v roce 2009, kdy se zvýší. Důvodem poklesu ukazatele je, stejně jako u ostatních ukazatelů rentability, nižší hospodářský výsledek.

Na Obr. 3.2 jsou znázorněny vývoje všech ukazatelů rentabilit.

Obrázek 3.2: Vývoje rentabilit



Zdroj: Vlastní zpracování

3.1.3 Ukazatele likvidity

Likvidita představuje schopnost podniku hradit své závazky. Likvidita závisí na tom, jak rychle je podnik schopen inkasovat své pohledávky, zda má prodejné výrobky, či zda je v případě potřeby schopen prodat své zásoby.

Tabulka 3.3: Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity		2005	2006	2007	2008	2009
celková likvidita	oběžná aktiva / krátkodobé závazky	0,80	0,64	0,62	0,52	0,43
pohotovostní likvidita	(oběžná aktiva-zásoby) / krátk.závazky	0,50	0,38	0,35	0,29	0,26
okamžitá likvidita	pohot.plat.prostředky / krátkodobé závazky	0,00290	0,00030	0,00100	0,00007	0,00002

Zdroj: Vlastní výpočty

Celková likvidita dává do poměru oběžná aktiva s krátkodobými závazky. Hodnota ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí od 1,5 do 2,5, což společnost nesplňuje ani v jednom roce, což znamená, že společnost kryje své krátkodobé závazky nejen pomocí oběžných aktiv, ale také zapojuje stálá aktiva.

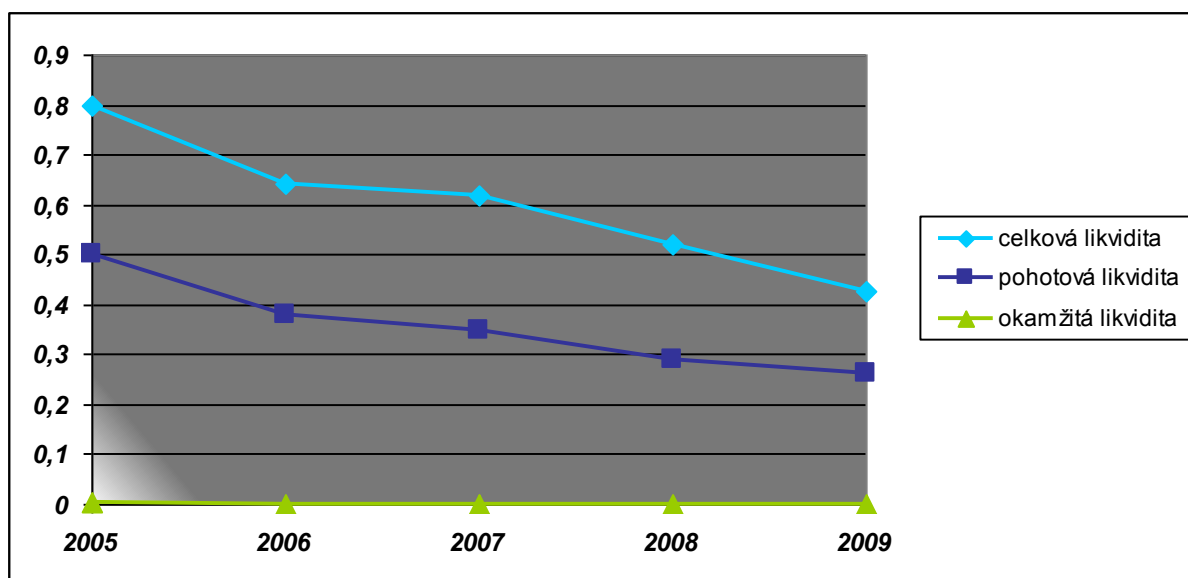
Rozmezí *ukazatele pohotovostní likvidity* se má pohybovat od 1 do 1,5, což není splněno ani v jednom případě. Výše ukazatele závisí na typu činnosti podniku. U konzervativní strategie by se měl ukazatel pohybovat v rozmezí 1,1 - 1,5. V opačném případě jsou hodnoty

v intervalu 0,4 - 0,7, tj. vysoce agresivní strategie. Společnost tedy preferuje vysoce agresivní strategii.

Ukazatel okamžité likvidity měří schopnost podniku hradit právě splatné dluhy. Aby byla zajištěna likvidita, měl by mít ukazatel hodnotu alespoň 0,2, což není splněno ani v jednom roce.

Na Obr. 3.3 jsou znázorněny vývoje všech zmíněných likvidit v jednotlivých letech.

Obrázek 3.3: Vývoje likvidit



Zdroj: Vlastní zpracování

3.1.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vypovídají o tom, jak efektivně je podnik schopen hospodařit se svými aktivy a měří celkovou rychlost jejich obratu nebo také rychlost obratu jednotlivých složek. Ukazatele aktivity jsou konstruovány jako poměr tržeb a aktiv.

Tabulka 3.4: Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity		2005	2006	2007	2008	2009
obrat celkových aktiv	tržby / celková aktiva	2,10	2,14	2,47	2,33	1,98
doba obratu aktiv	(celková aktiva / tržby)*360	171,57	168,31	146,00	154,51	181,79
obrat zásob	tržby / zásoby	14,93	14,01	15,66	14,23	8,99
doba obratu zásob	(zásoby / tržby)*360	24,11	25,70	23,00	23,63	40,03
doba obratu pohledávek	(pohledávky / tržby)*360	40,02	38,59	29,05	30,36	63,82
doba obratu závazků	(závazky / tržby)*360	85,50	104,97	89,02	106,38	251,65

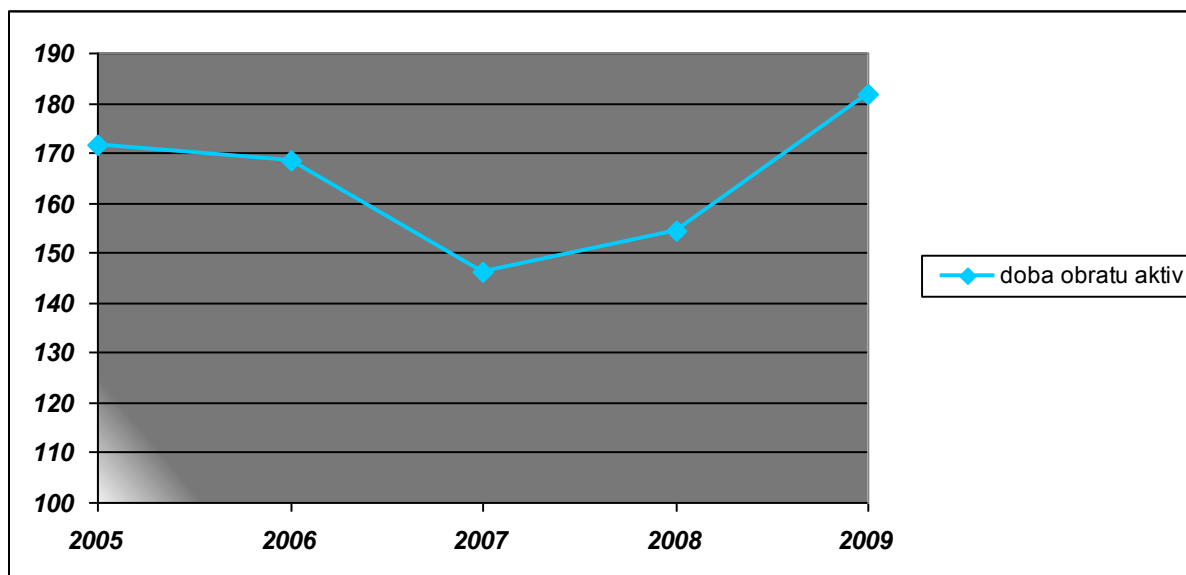
Zdroj: Vlastní výpočty

Prvním z ukazatelů se měří *obrat celkových aktiv* a platí zde, čím je ukazatel vyšší, tím lépe pro podnik. Do roku 2007 je rostoucí trend dodržen. Ukazatel nám říká, že např. v roce 2007 připadá na 1 Kč celkových aktiv 2,47 Kč tržeb.

Doba obratu aktiv je obrácenou hodnotou ukazatele obratu celkových aktiv. Trend je zde tedy klesající, který je dodržen stejně jako v předchozím případě pouze do roku 2007. Ukazatel vypovídá o tom, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv a udává tak počet dní, během kterých se hodnota aktiv vrátí ve formě tržeb.

Obrázek 3.4 znázorňuje vývoj doby obratu celkových aktiv podniku.

Obrázek 3.4: Doba obratu aktiv



Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota *ukazatele obratu zásob* udává, kolikrát za rok se přemění zásoby v ostatní formy oběžného majetku, až po prodej hotových výrobků a opětovný nákup zásob. Trend má

rostoucí charakter, v našem případě je však dodržen pouze v roce 2007, což znamená zvýšení přeměny zásob na ostatní formy oběžného majetku.

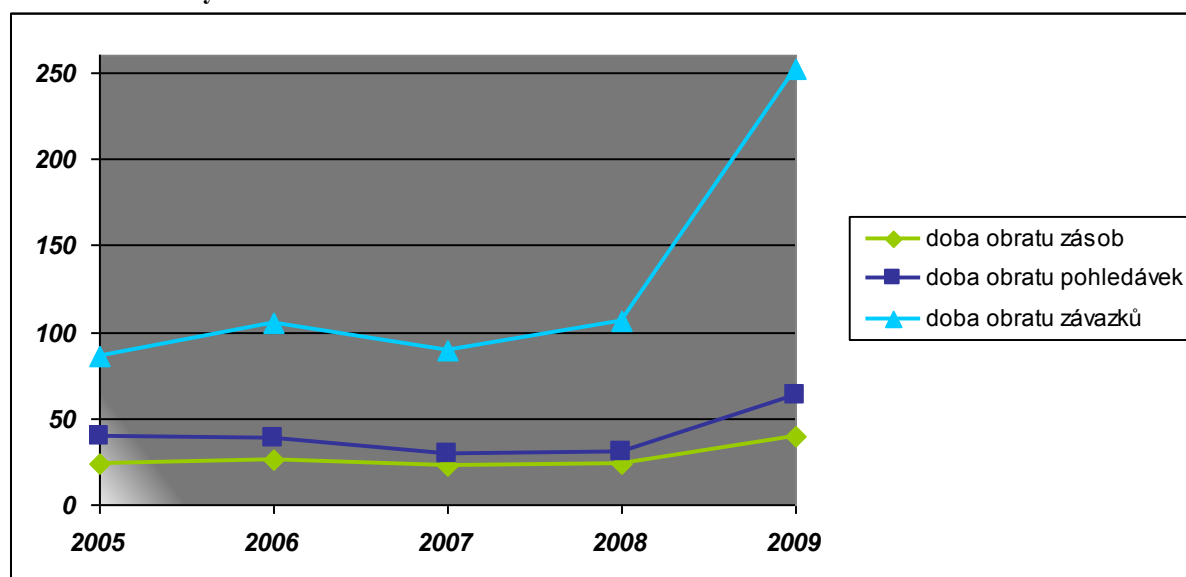
Doba obratu zásob charakterizuje dobu od nákupu materiálu do jeho prodeje. Ukazatel má klesající trend, který ovšem mimo rok 2007 není dodržen, což vypovídá o tom, že se společnost rozhodla pro držení většího množství zásob na úkor tržeb.

Ukazatel doby obratu pohledávek vyjadřuje, za jak dlouho jsou průměrně placeny faktury. Z toho vyplývá, že čím nižší doba, tím lépe. Z Tab. 3.4 můžeme vyčíst, že tato doba se snižuje pouze do roku 2007, poté dochází k nárůstu. Největšího skoku dosahuje podnik v roce 2009, kdy se doba obratu pohledávek zvýšila z necelých 31 dnů na téměř 64 dnů.

Oproti ostatním ukazatelům doby obratu je u *ukazatele doby obratu závazků* trendem stabilita. Doba obratu závazků vyjadřuje, kolik dnů uběhne mezi nákupem zboží, materiálu či služeb a úhradou částky dodavateli. Až do roku 2009, kdy doba obratu závazků prudce stoupla ze 107 dnů na 252 dnů, společnost dosahuje celkem stabilních hodnot.

Vývoje doby obratů jsou znázorněny na Obr. 3.5.

Obrázek 3.5: Doby obratů



Zdroj: Vlastní zpracování

3.2 Ocenění vlastního kapitálu firmy za rizika a flexibility pomocí binomického modelu

Prvním modelem stanovení hodnoty ocenění vlastního kapitálu podniku Alfa je model binomický. Vstupní údaje pro binomický model ocenění jsou zachyceny v Tab. 3.5, která obsahuje spočtené volné peněžní toky z roku 2009, ke kterému oceňujeme a také koeficienty růstu a poklesu, které byly spočteny na základě vztahů (2.20) a (2.21).

Tabulka 3.5: Vstupní údaje

<i>FCFF (2009)</i>	700724000
<i>dt</i>	1
<i>u</i>	1,3062358
<i>d</i>	0,7655586

Zdroj: Vlastní výpočty

Při oceňování vlastního kapitálu společnosti Alfa byl dodržen následující postup:

- Výpočet FCFF,
- výpočet hodnoty aktiv,
- výpočet vnitřní hodnoty,
- ocenění VK podniku jako americké opce.

3.2.1 Výpočet FCFF

Prvním krokem pro ocenění podniku na základě opční metodologie je výpočet FCFF neboli volných peněžních toků. Údaje pro výpočet jsou zachyceny v Tab. 3.6. Pro výpočet byl použit následující vztah.

$$FCFF = EAT + ODP - INV - \Delta\check{CPK} + \acute{u} \cdot (1 - t), \quad (3.1)$$

kde *EAT* je čistý zisk, *ODP* jsou odpisy, *INV* jsou investice, *ČPK* je čistý pracovní kapitál, *ú* jsou nákladové úroky a *t* je sazba daně.

Tabulka 3.6: Vstupní údaje pro výpočet FCFF (v tis. Kč)

	2005	2006	2007	2008	2009
EAT	522894	209241	386159	-169378	111944
ODPISY	291800	301209	339871	387171	389901
INV	40508	314199	194232	77917	-83754
ΔČPK	-1072333	-528102	-56258	-461635	-66578
ú*(1-t)	8617	21883	40782	50429	48547
FCFF	1855136	746236	628838	651940	700724

Zdroj: Vlastní výpočty

Na základě výpočtu FCFF byla spočtena směrodatná odchylka.

$$\% \Delta FCFF_t = \frac{FCFF_t - FCFF_{t-1}}{FCFF_{t-1}}. \quad (3.2)$$

Tabulka 3.7: Směrodatná odchylka (v %)

	2009	2008	2007	2006	2005
sm.odchylka	-7,4829	3,6737	-15,732	-59,775	-
26,71%					

Zdroj: Vlastní výpočty

Směrodatná odchylka byla spočtena na základě pomocných výpočtů v jednotlivých letech viz (3.2) a po té na základě funkce v MS Excel SMODCH a má hodnotu 26,71%.

Rok, ke kterému se oceňuje, je rok 2009. Binomický strom FCFF byl spočten způsobem, kde výchozí rok představuje hodnotu FCFF z roku 2009 a ostatní uzly stromu byly spočteny na základě vzorce (3.3).

$$FCFF_t = FCFF_0 \cdot u^t. \quad (3.3)$$

Obrázek 3.6: Binomický strom FCFF (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
6							3480779
5						2664740	
4					2040015		2040015
3				1561751		1561751	
2			1195612		1195612		1195612
1		915311		915311		915311	
0	700724		700724		700724		700724
-1		536445		536445		536445	
-2			410680		410680		410680
-3				314400		314400	
-4					240691		240691
-5						184263	
-6							141064

Zdroj: Vlastní výpočty

3.2.2 Výpočet hodnoty aktiv

Binomický strom znázorňující hodnotu aktiv podniku vypočteme na základě vztahu (3.4).

$$A = \frac{FCFF}{WACC} \quad (3.4)$$

Pro výpočet WACC byl zvolen stovebnicový způsob.

$$WACC = r_f + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{LA} \quad (3.5)$$

Bezriziková sazba

Bezriziková sazba byla vypočtena na základě výnosů státních dluhopisů pro rok 2009⁴ a na základě vztahu pro výpočet hodnot forwardových úrokových sazeb v případě jednoročního úročení viz vzorec (3.6). Bezriziková sazba má velikost 1,57%.

$$f_t = \frac{(1 + r_t)^t}{(1 + r_{t-dt})^{t-1}} - 1, \quad (3.6)$$

kde r_t je spotový výnos a f_t je forwardový výnos.

⁴ Zdroj: www.patria-direct.cz

Riziková přírážka za finanční stabilitu

Tato přírážka charakterizuje vztahy životnosti aktiv a pasiv a je navázána na likviditu.

Tabulka 3.8: Riziková přírážka za fin.stabilitu

$R_{fin.stability}$	10%
XL1	1,25
XL2	1,8
OA/kr.závazky=L3	0,428408756

Zdroj: Vlastní výpočty

Pokud likvidita podniku L3 je menší než XL1, znázorňující průměrnou likviditu v odvětví průmyslu, pak riziková přírážka za finanční stabilitu má hodnotu 10%. Pokud by L3 bylo větší nebo rovno XL2 pak by hodnota byla 0% a pokud by bylo v rozmezí mezi XL1 a XL2, byl by použit následující vzorec.

$$r_{fin.stability} = \frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2} \cdot 0,1 . \quad (3.7)$$

Jak lze vyčíst z Tab. 3.8 riziková přírážka za finanční stabilitu v našem případě činí 10%.

Riziková přírážka za velikost podniku

Vstupní údaje pro výpočet rizikové přírážky za velikost podniku obsahuje Tab. 3.9. UZ neboli úplatné zdroje představují součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů. Ve výkazech společnosti najdeme pod položkou bankovní úvěry hodnotu 0. Je to z toho důvodu, že společnost Alfa si půjčuje od své propojené firmy, jež působí jako banka pro celý koncern. Ta poskytuje společnosti úvěry s malým úrokem. Tyto úvěry lze nalézt pod položkou *krátkodobé závazky – ovládající a řídící osoba*.

Tabulka 3.9: Vstupní údaje pro rizik.přirážku za vel. podniku (v tis. Kč)

R_{LA}	0,00%
VK	1014229
bank.úvěry	1950168
dluhopisy	0
UZ	2964398

Zdroj: Vlastní výpočty

Pokud jsou UZ menší nebo rovny 100 mil. Kč, pak riziková přirážka za velikost podniku činí 5%. Pokud UZ jsou větší nebo rovny 3 mld. Kč, pak riziková přirážka má hodnotu 0%. V našem případě se hodnota UZ pohybuje mezi 100 mil. Kč a 3 mld. Kč, proto byl pro výpočet použit následující vztah.

$$r_{LA} = \frac{(3 - UZ)^2}{168,2} . \quad (3.8)$$

Po dosazení do vzorce (3.8) byla spočtena riziková přirážka za velikost podniku, která po zaokrouhlení na dvě desetinná místa činí 0%.

Riziková přirážka za podnikatelské riziko

Tato přirážka je navázána na ukazatele produkční síly, který představuje poměr EBIT/Aktiva.

Tabulka 3.10: Vstupní údaje pro rizik.přirážku za podnik. riziko

R_{podnikatelské}	4,62%
EBIT/A	0,050379397
UM	0,031117033
UZ/A	0,786334441
A	3769894,236
X1	0,024468395

Zdroj: Vlastní výpočty

UM neboli úroková míra představuje poměr nákladových úroků a bankovních úvěrů. X1 představuje podíl UZ a aktiv vynásobený UM. Pokud je poměr EBIT/Aktiva větší než hodnota X1, pak, jak je to v našem případě, hodnota rizikové přirážky za podnikatelské riziko má hodnotu minimální hodnoty v odvětví. Minimální hodnota rizikové přirážky za

podnikatelské riziko v odvětví se pohybovala v rozmezí 1,90% až 7,33%. V našem případě byla z těchto dvou krajních hodnot použita hodnota průměrná a tedy 4,62%.

Pokud by hodnota poměru EBIT/Aktiva byla menší než 0, pak by riziková přírážka měla hodnotu 10% a pokud by se poměr EBIT/Aktiva pohyboval mezi 0 a hodnotou X1, pak by riziková přírážka byla spočtena na základě vztahu (3.9).

$$r_{podnikatelské} = \frac{\left(X1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{X1^2} \cdot 0,1 . \quad (3.9)$$

WACC nezadluženého podniku byly spočteny na podle vztahu (3.5), WACC zadluženého podniku byly propočteny podle vztahu (3.10).

$$WACC_{zadl.} = WACC_{nezadl.} \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot t\right). \quad (3.10)$$

Tabulka 3.11: WACC

R_f	$R_{fin.stability}$	R_{LA}	$R_{podnikatelské}$	$WACC_{nezadl.}$	$WACC_{zadl.}$
1,57%	10,00%	0,00%	4,62%	16,18%	13,64%

Zdroj: Vlastní výpočty

Binomický strom hodnoty aktiv je znázorněn na Obr. 3.7. Hodnota aktiv byla spočtena na základě vztahu (3.4).

Obrázek 3.7: Binomický strom hodnoty aktiv (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
6							25526286
5						19541867	
4					14960443		14960443
3				11453096		11453096	
2			8768016		8768016		8768016
1		6712429		6712429		6712429	
0	5138758		5138758		5138758		5138758
-1		3934020		3934020		3934020	
-2			3011723		3011723		3011723
-3				2305650		2305650	
-4					1765110		1765110
-5						1351295	
-6							1034496

Zdroj: Vlastní výpočty

3.2.3 Výpočet vnitřní hodnoty

Pro výpočet vnitřní hodnoty je důležitý vývoj cizích zdrojů. Tab. 3.12 zachycuje vývoj cizích zdrojů od roku 2004 do roku 2009 a predikci na další roky, až do roku 2015. V predikci se předpokládá, že cizí zdroje budou každý rok klesat o 0,5%.

Tabulka 3.12: Cizí zdroje (v tis. Kč)

Cizí zdroje					
2004	2005	2006	2007	2008	2009
1199020	1886374	2722040	2764257	3439764	2754395
Predikce					
2010	2011	2012	2013	2014	2015
2740623	2726920	2713286	2699719	2686221	2672789

Zdroj: Vlastní výpočty

Binomický strom vnitřní hodnoty zachycený na Obr. 3.8 porovnává na základě funkce *maximum* hodnotu aktiv z předchozího stromu a predikovaných cizích zdrojů. Funkce *max* je stanovena jako maximální hodnota rozdílů aktiv a cizích zdrojů a tento rozdíl je porovnáván s 0.

Obrázek 3.8: VH opce pro jednotlivé roky a scénáře (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
6							22853496
5						16855646	
4					12260724		12287654
3				8739810		8766875	
2			6041095		6068296		6095226
1		3971806		3999144		4026209	
0	2384363		2411838		2439039		2465968
-1		1193397		1220735		1247800	
-2			284803		312004		338933
-3				0		0	
-4					0		0
-5						0	
-6							0

Zdroj: Vlastní výpočty

Jak je vidět na Obr. 3.8 v některých případech je hodnota rovna 0. Znamená to, že hodnota cizích zdrojů z Tab. 3.12 v tomto případě převyšovala hodnotu aktiv.

3.2.4 Ocenění vlastního kapitálu podniku jako americké opce

Při oceňování se předpokládá, že se jedná o rizikově neutrální přístup, což znamená, že očekávaný výnos aktiva se rovná bezrizikové sazbě. Rizikově neutrální pravděpodobnosti byly spočteny na základě vztahů (2.22) a (2.23). Bezriziková sazba byla spočtena na základě výnosnosti státních dluhopisů. Tyto spočtené údaje znázorňuje Tab. 3.13.

Tabulka 3.13: Rizikově neutrální p-sti a bezriziková sazba

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
pu	46,28%	45,09%	51,03%	44,54%	49,40%	50,69%
pd	53,72%	54,91%	48,97%	55,46%	50,60%	49,31%
Rf	1,57%	0,93%	4,06%	0,64%	3,21%	3,89%

Zdroj: Vlastní výpočty

Podnik je oceněn jako americká opce. Hodnota opce pro poslední uzly stromu se rovná vnitřní hodnotě opce. Pokračuje se od konce binomického stromu směrem k počátku. Hodnota opce v každém uzlu a pro daný scénář je vypočtena podle vztahu (2.37), kdy jsou pro výpočet použity rizikově neutrální pravděpodobnosti a bezriziková sazba z Tab. 3.13.

Obrázek 3.9: Binomický strom ocenění VK podniku, americká opce (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
6							22853496
5						16970950	
4					12470783		12287654
3				8979225		8882179	
2			6392667		6278355		6095226
1		4388807		4238559		4141513	
0	2937335		2818072		2649098		2465968
-1		1773229		1576409		1363103	
-2			945457,4		733033,4		338933
-3				367993,9		165255,3	
-4					79051,33		0
-5						0	
-6							0

Zdroj: Vlastní výpočty

Z Obr. 3.9 je vidět, že hodnota vlastního kapitálu podniku Alfa, který byl oceněn na základě binomického modelu, se v roce 2009 rovná 2 937 335 tis. Kč.

3.3 Ocenění vlastního kapitálu firmy za rizika a flexibility pomocí trinomického modelu

Druhým přístupem pro ocenění podniku byl zvolen trinomický model za rizika a flexibility. Ten se od binomického liší v tom, že zde není jen možnost pravděpodobnosti růstu či poklesu ceny, ale také varianta, že cena zůstane stejná. Tab. 3.14 znázorňuje vstupní údaje pro výpočet ocenění podniku na základě trinomického modelu. Směrodatná odchylka byla spočtena na základě vztahu (3.2) viz binomický model a koeficienty růstu, poklesu a stejné hodnoty byly spočteny na základě vzorců (2.38), (2.39) a (2.40).

Tabulka 3.14: Vstupní údaje

<i>FCFF (2009)</i>	<i>700724000</i>
<i>smodch</i>	<i>26,7%</i>
<i>dt</i>	<i>1</i>
<i>u</i>	<i>1,459080623</i>
<i>m</i>	<i>1</i>
<i>d</i>	<i>0,685363087</i>
<i>dt/2</i>	<i>0,5</i>

Zdroj: Vlastní výpočty

3.3.1 Výpočet FCFF

Stejně jako u binomického modelu, i u trinomického modelu, byl pro výpočet FCFF použit vzorec (3.1). Vstupní údaje znázorňuje taktéž, jako u modelu binomického, Tab. 3.6. Na Obr. 3.10 je zachycen trinomický strom vývoje volných peněžních toků.

Obrázek 3.10: Vývoj FCFF (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
6							6761183
5						4633865	4633865
4					3175880	3175880	3175880
3				2176631	2176631	2176631	2176631
2			1491783	1491783	1491783	1491783	1491783
1		1022413	1022413	1022413	1022413	1022413	1022413
0	700724	700724	700724	700724	700724	700724	700724
-1		480250	480250	480250	480250	480250	480250
-2			329146	329146	329146	329146	329146
-3				225584	225584	225584	225584
-4					154607	154607	154607
-5						105962	105962
-6							72623

Zdroj: Vlastní výpočty

Výchozí rok se rovná hodnotě FCFF v roce 2009. Hodnoty pro jednotlivé roky a scénáře byly spočteny na základě vztahu (3.3).

3.3.2 Výpočet hodnoty aktiv

I u výpočtu hodnoty aktiv postupujeme stejným způsobem jako u binomického modelu a tedy použijeme vzorec pro perpetuitu (3.4). Hodnoty aktiv u trinomického modelu jsou znázorněny na Obr. 3.11.

Obrázek 3.11: Trinomický strom hodnoty aktiv (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
6							49583125
5						33982443	33982443
4					23290312	23290312	23290312
3				15962320	15962320	15962320	15962320
2			10939985	10939985	10939985	10939985	10939985
1		7497862	7497862	7497862	7497862	7497862	7497862
0	5138758	5138758	5138758	5138758	5138758	5138758	5138758
-1		3521915	3521915	3521915	3521915	3521915	3521915
-2			2413790	2413790	2413790	2413790	2413790
-3				1654323	1654323	1654323	1654323
-4					1133812	1133812	1133812
-5						777073	777073
-6							532577

Zdroj: Vlastní výpočty

3.3.3 Výpočet vnitřní hodnoty

Trinomický model vnitřní hodnoty porovnává rozdíl mezi hodnotou aktiv a hodnotou cizích zdrojů. Pokud cizí zdroje převyšují hodnotu aktiv, pak je na základě funkce *max* hodnota pole nulová. Vývoj cizích zdrojů i jejich predikci znázorňuje Tab. 3.12, která je obsažena v kapitole binomického modelu.

Obrázek 3.12: VH opce pro jednotlivé roky a scénáře (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
6							46910335
5						31296223	31309654
4					20590593	20604092	20617523
3				13249035	13262601	13276100	13289531
2			8213065	8226700	8240266	8253765	8267196
1		4757239	4770942	4784576	4798143	4811641	4825073
0	2384363	2398135	2411838	2425472	2439039	2452537	2465968
-1		781292	794995	808629	822196	835694	849126
-2			0	0	0	0	0
-3				0	0	0	0
-4					0	0	0
-5						0	0
-6							0

Zdroj: Vlastní výpočty

3.3.4 Ocenění vlastního kapitálu podniku jako americké opce

V Tab. 3.15 jsou zachyceny vypočtené rizikově neutrální pravděpodobnosti a bezrizikové sazby, které byly spočteny na základě výnosů státních dluhopisů podle vztahu (3.6). Rizikově neutrální pravděpodobnosti byly spočteny na základě vztahů (2.41), (2.42) a (2.43).

Tabulka 3.15: Rizikově neutrální p-sti a bezriziková sazba

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>pu</i>	22,43%	21,64%	25,70%	21,28%	24,55%	25,46%
<i>pm</i>	49,86%	49,76%	49,99%	49,70%	50,00%	50,00%
<i>pd</i>	27,71%	28,60%	24,31%	29,02%	25,45%	24,55%
<i>Rf</i>	1,57%	0,93%	4,06%	0,64%	3,21%	3,89%

Zdroj: Vlastní výpočty

Podnik je oceněn jako americká opce, kdy poslední uzly stromu se rovnají uzlům stromu vnitřní hodnoty, stejně jak je tomu u modelu binomického. Stejně tak pokračujeme od posledního roku směrem k roku 2009, ke kterému oceňujeme. Další roky jsou spočteny na základě vztahu (2.45).

Obrázek 3.13: Trinomický strom ocenění podniku, americká opce (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
6							46910335
5						31411527	31309654
4					20800652	20719396	20617523
3				13488450	13472660	13391404	13289531
2			8565651	8466115	8450325	8369069	8267196
1		5168655	5134387	5028338	5008202	4926945	4825073
0	2943634	2879341	2827218	2706813	2664171	2567841	2465968
-1		1426046	1358087	1230587	1151835	1012155	849126
-2			530836	426368	341320	207914	0
-3				96584	49435	0	0
-4					0	0	0
-5						0	0
-6							0

Zdroj: Vlastní výpočty

Jak lze vidět z Obr. 3.13, hodnota ocenění vlastního kapitálu podniku Alfa se v roce 2009 rovná 2 943 634 tis. Kč.

3.4 Ocenění vlastního kapitálu firmy za rizika bez flexibility pomocí binomického modelu

Posledním způsobem ocenění vlastního kapitálu podniku je ocenění za rizika bez flexibility, nejprve pomocí binomického modelu. První dva stromy a to strom FCFF a strom

aktiv jsou totožné se stromy u binomického modelu za rizika a flexibility. Rozdíl je až u stromu vnitřní hodnoty, kde se nepočítá s funkcí *maximum*, jako u binomického modelu za rizika a flexibility, ale počítá se pouze rozdíl mezi hodnotou aktiv a predikcí cizích zdrojů. Ocenění je provedeno na základě stejného vztahu pro výpočet jako při použití binomického modelu za rizika a flexibility.

Strom vnitřní hodnoty ocenění za rizika bez flexibility je znázorněn na Obr. 3.14, samotné ocenění vlastního kapitálu pak na Obr. 3.15.

Obrázek 3.14: VH opce pro jednotlivé roky a scénáře za rizika bez flexibility (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
6							22853496
5						16855646	
4					12260724		12287654
3				8739810		8766875	
2			6041095		6068296		6095226
1		3971806		3999144		4026209	
0	2384363		2411838		2439039		2465968
-1		1193397		1220735		1247800	
-2			284803		312004		338933
-3				-407635		-380570	
-4					-934609		-907679
-5						-1334925	
-6							-1638294

Zdroj: Vlastní výpočty

Obrázek 3.15: Ocenění podniku za rizika bez flexibility (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
6							22853496
5						16970950	
4					12470783		12287654
3				8979225		8882179	
2			6392667		6278355		6095226
1		4359069		4238559		4141513	
0	2821941		2763409		2649098		2465968
-1		1580659		1460150		1363103	
-2			636373,8		522062,6		338933
-3				-168220		-265266	
-4					-724550		-907679
-5						-1219621	
-6							-1638294

Zdroj: Vlastní výpočty

3.5 Ocenění vlastního kapitálu firmy za rizika bez flexibility pomocí trinomického modelu

Stejně jako pomocí binomického modelu bylo provedeno ocenění vlastního kapitálu firmy za rizika bez flexibility pomocí modelu trinomického. Následující Obr. 3.16 a 3.17 znázorňují vnitřní hodnotu a konečné ocenění vlastního kapitálu podniku za rizika bez flexibility pomocí trinomického modelu.

Obrázek 3.16: VH opce pro jednotlivé roky a scénáře za rizika bez flexibility (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
6							46910335
5						31296223	31309654
4					20590593	20604092	20617523
3				13249035	13262601	13276100	13289531
2			8213065	8226700	8240266	8253765	8267196
1		4757239	4770942	4784576	4798143	4811641	4825073
0	2384363	2398135	2411838	2425472	2439039	2452537	2465968
-1		781292	794995	808629	822196	835694	849126
-2			-313130	-299495	-285929	-272430	-258999
-3				-1058963	-1045396	-1031898	-1018467
-4					-1565907	-1552409	-1538978
-5						-1909148	-1895717
-6							-2140212

Zdroj: Vlastní výpočty

Obrázek 3.17: Ocenění podniku za rizika bez flexibility (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
6							46910335
5						31411527	31309654
4					20800652	20719396	20617523
3				13488450	13472660	13391404	13289531
2			8564636	8466115	8450325	8369069	8267196
1		5144501	5122513	5023991	5008202	4926945	4825073
0	2821941	2785397	2763409	2664887	2649098	2567841	2465968
-1		1168554	1146566	1048044	1032255	950998	849126
-2			38442	-60080	-75870	-157126	-258999
-3				-819548	-835337	-916594	-1018467
-4					-1355848	-1437105	-1538978
-5						-1793844	-1895717
-6							-2140212

Zdroj: Vlastní výpočty

Jak je vidět na Obr. 3.15 a na Obr. 3.17 hodnota ocenění vlastního kapitálu podniku Alfa za rizika bez flexibility na základě binomického i trinomického modelu vyšla totožná a to 2 821 941 tis. Kč.

3.6 Citlivostní analýza

Citlivostní analýza zachycuje změny v hodnotě vlastního kapitálu podniku Alfa při změnách vstupních údajů. Byly změněny hodnoty směrodatné odchylky FCFF, hodnoty WACC a hodnoty dluhu a to postupně o +10%, +5%, -5% a -10%. Hodnoty se změněnými údaji pro binomický model zachycuje Tab. 3.16.

Tabulka 3.16: Citlivostní analýza pro binomický model za rizika a flexibility (v tis. Kč, %)

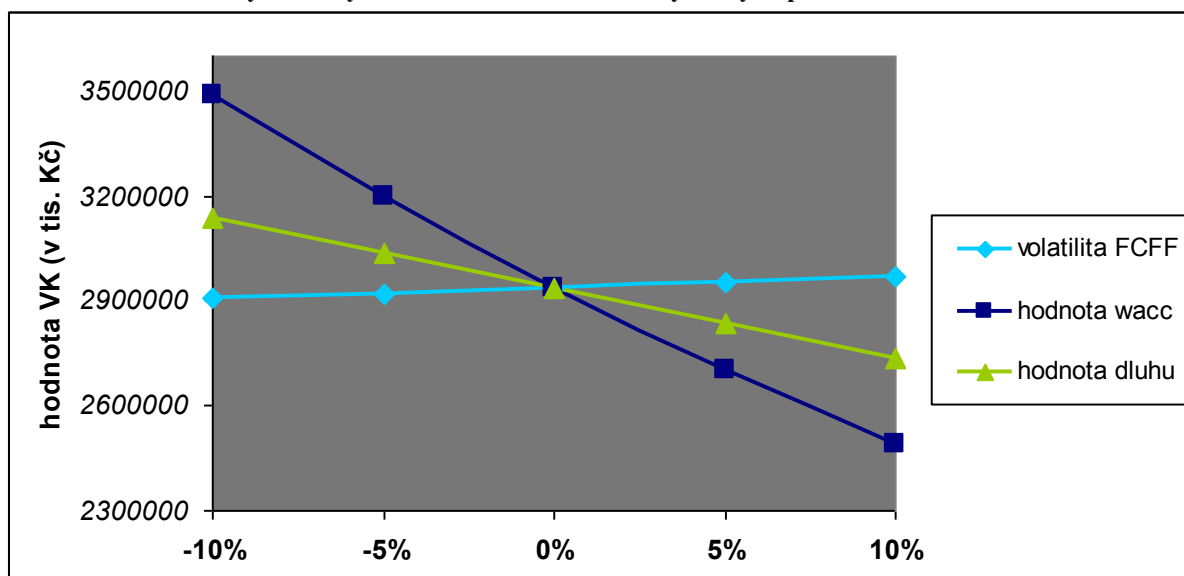
Δ	volatilita FCFF	hodnota VK	hodnota wacc	hodnota VK	hodnota CZ	hodnota VK
10%	29,39%	2969858	15,00%	2487186	3029835	2735905
5%	28,05%	2953467	14,32%	2701543	2892115	2836620
0%	26,71%	2937335	13,64%	2937335	2754395	2937335
-5%	25,38%	2921509	12,95%	3197947	2616675	3038050
-10%	24,04%	2906047	12,27%	3487517	2478956	3138765

Zdroj: Vlastní výpočty

V Tab. 3.16 jsou zachyceny změny jednotlivých zvolených ukazatelů. Výchozí hodnoty jsou v tabulce zvýrazněny tučně a představují 0% změny. Tyto hodnoty pak byly postupně změněny a byly přepočteny hodnoty ocenění pro každý ukazatel zvlášť.

Vývoje hodnot ocenění na základě změny vstupních údajů jsou znázorněny na Obr. 3.18.

Obrázek 3.18: Změny hodnoty VK v závislosti na změně vybraných parametrů



Zdroj: Vlastní zpracování

Jak je vidět na Obr. 3.18 při růstu směrodatné odchylky FCFF hodnota ocenění vlastního kapitálu podniku roste. Výsledky citlivostní analýzy tedy potvrzují závislost mezi cenou opce a volatilitou podkladového aktiva, kdy s růstem volatility se cena opce zvyšuje a naopak. To představuje klíčový rozdíl mezi tradičními metodami ocenění a metodou na základě opční metodologie, protože u tradičních metod se s rostoucí volatilitou hodnota snižuje.

Naopak je tomu však u dalších dvou ukazatelů. Při růstu WACC i při růstu dluhu podniku, hodnota ocenění vlastního kapitálu klesá. Je to z důvodu tvaru funkce vnitřní hodnoty viz (2.54).

Stejně jako u binomického modelu byla provedena citlivostní analýza i u modelu trinomického. Byly změněny stejné vstupní parametry o stejné hodnoty jako u binomického modelu, které jsou znázorněny v Tab. 3.17.

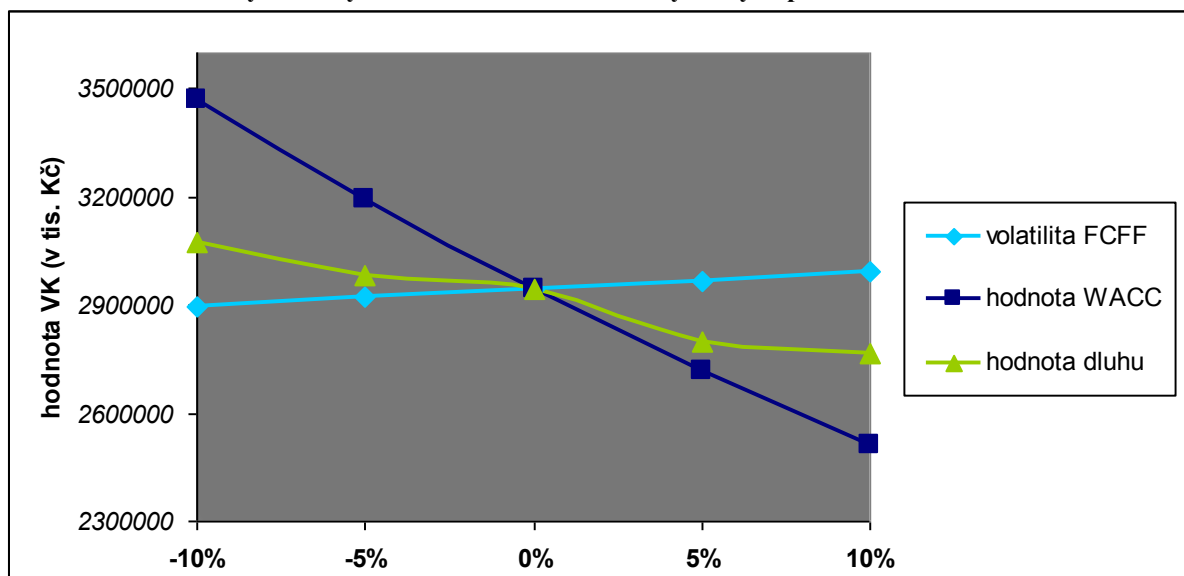
Tabulka 3.17: Citlivostní analýza pro trinomický model za rizika a flexibility (v tis. Kč, %)

Δ	volatilita FCFF	hodnota VK	hodnota wacc	hodnota VK	hodnota CZ	hodnota VK
10%	29,39%	2991125	15,00%	2512803	3029835	2764084
5%	28,05%	2967206	14,32%	2717961	2892115	2796297
0%	26,71%	2943634	13,64%	2943634	2754395	2943634
-5%	25,38%	2920488	12,95%	3193062	2616675	2981329
-10%	24,04%	2897861	12,27%	3471289	2478956	3073845

Zdroj: Vlastní výpočty

Obr. 3.19 znázorňuje vývoj hodnoty ocenění pro trinomický model na základě provedené citlivostní analýzy.

Obrázek 3.19: Změny hodnoty VK v závislosti na změně vybraných parametrů



Zdroj: Vlastní zpracování

Závislost hodnot ocenění je totožný jako u binomického modelu. S rostoucí volatilitou hodnota vlastního kapitálu podniku roste, zatímco s růstem nákladů kapitálu a cizích zdrojů je

tomu naopak. Zatímco s rostoucí volatilitou se hodnota podniku zvětšuje nepatrně, s rostoucími WACC klesá s největšími rozdíly.

Citlivostní analýza byla provedena i u možnosti ocenění vlastního kapitálu podniku bez flexibility. Následující tabulky a grafy zachycují změny, jak u binomického, tak u trinomického modelu.

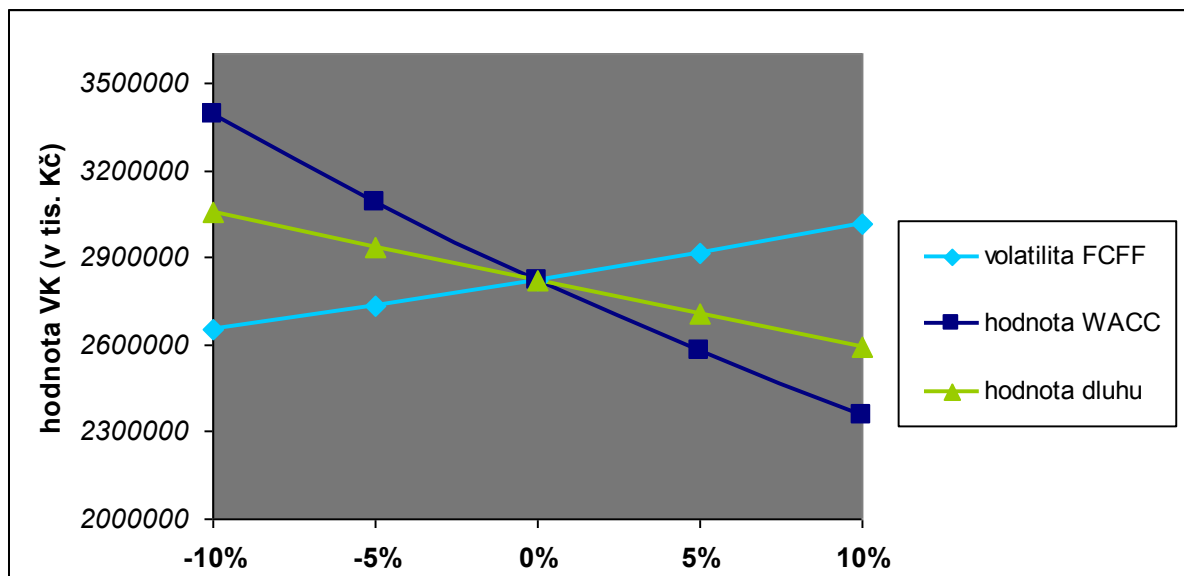
Tabulka 3.18: Citlivostní analýza pro binomický model za rizika bez flexibility (v tis. Kč, %)

Δ	volatilita FCFF	hodnota VK	hodnota wacc	hodnota VK	hodnota CZ	hodnota VK
10%	29,39%	3016756	15,00%	2354781	3029835	2590259
5%	28,05%	2915798	14,32%	2577238	2892115	2706100
0%	26,71%	2821941	13,64%	2821941	2754395	2821941
-5%	25,38%	2734897	12,95%	3092402	2616675	2937781
-10%	24,04%	2654484	12,27%	3392914	2478956	3053622

Zdroj: Vlastní výpočty

Obr. 3.20 zachycuje vývoj hodnot ocenění na základě změn vstředních údajů.

Obrázek 3.20: Změny hodnoty VK v závislosti na změně vybraných parametrů



Zdroj: Vlastní zpracování

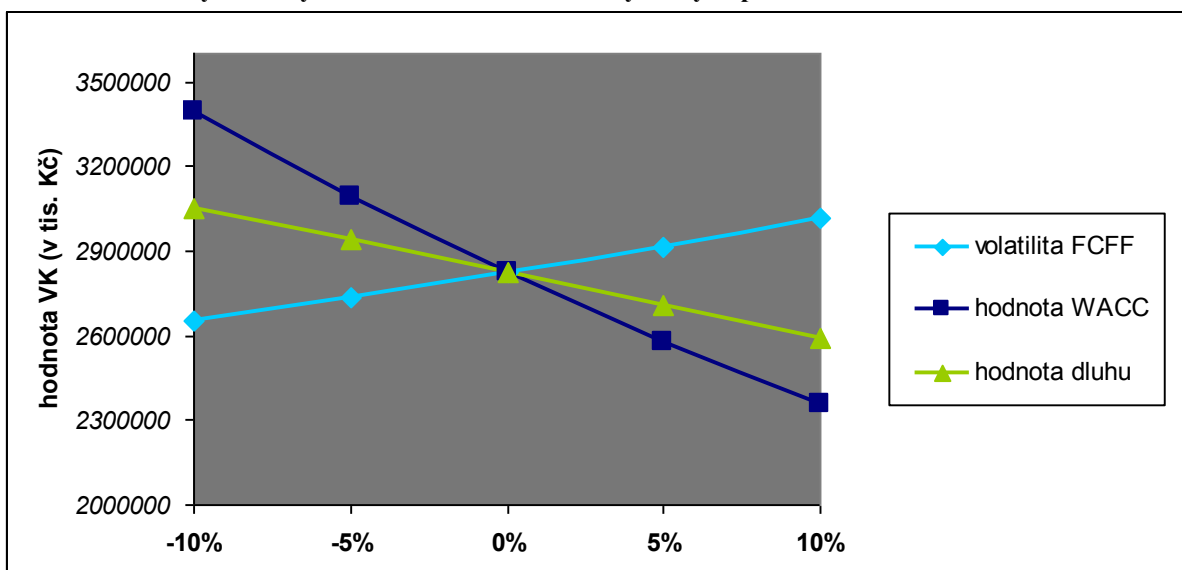
Křivky v grafu mají totožnou závislost jako u citlivostní analýzy binomického modelu s flexibilitou.

Tabulka 3.19: Citlivostní analýza pro trinomický model za rizika bez flexibility (v tis. Kč, %)

Δ	volatilita FCFF	hodnota VK	hodnota wacc	hodnota VK	hodnota CZ	hodnota VK
10%	29,39%	3018433	15,00%	2354781	3029835	2590259
5%	28,05%	2916543	14,32%	2577238	2892115	2706100
0%	26,71%	2821941	13,64%	2821941	2754395	2821941
-5%	25,38%	2734313	12,95%	3092402	2616675	2937781
-10%	24,04%	2653646	12,27%	3392914	2478956	3053622

Zdroj: Vlastní výpočty

Graf 3.21: Změny hodnoty VK v závislosti na změně vybraných parametrů



Zdroj: Vlastní zpracování

V následující kapitole bude provedeno zhodnocení zvolených metod.

4 Komparace a zhodnocení výsledků

V poslední kapitole je provedeno zhodnocení výsledků ocenění vlastního kapitálu společnosti Alfa na základě použitých metod a také zhodnocení výsledků citlivostní analýzy.

4.1 Srovnání hodnot ocenění vlastního kapitálu společnosti

Jak u binomického modelu, tak i u trinomického modelu byla použita stejná vstupní data. Při *směrodatné odchylce* 26,7%, při *predikci cizích zdrojů*, které klesají každý rok o 0,5%, při *nákladech kapitálu* ve výši 13,64%, při *bezrizikové sazbě* stanovené na základě výnosu státních dluhopisů a při spočtených *rizikově neutrálních pravděpodobností* byl podnik na základě binomického a trinomického modelu s flexibilitou i bez flexibility oceněn následovně.

Tabulka 4.1: Srovnání hodnot ocenění VK společnosti Alfa (v tis. Kč)

	Za rizika a flexibility		Za rizika bez flexibility	
	Binomický	Trinomický	Binomický	Trinomický
Ocenění VK	2937335	2943634	2821941	2821941
Účetní hodnota VK	1014229	1014229	1014229	1014229
Rozdíl	1923106	1929404	1807711	1807711

Zdroj: Vlastní výpočty

Z Tab. 4.1 lze vyčíst, že hodnota ocenění vlastního kapitálu podniku je v případě použití trinomického modelu s flexibilitou asi o 6 mil. Kč vyšší než při použití binomického modelu s flexibilitou. V případě ocenění bez flexibility vyšla varianta binomického modelu i trinomického modelu totožně a to v hodnotě 2 821 941 tis. Kč. V Tab. 4.6 je zachycena i účetní hodnota vlastního kapitálu z rozvahy společnosti Alfa za rok 2009 a také rozdíl mezi samotným oceněním vlastního kapitálu a touto účetní hodnotou. Ocenění podniku bez flexibility vychází v porovnání s modely s flexibilitou podstatně nižší, protože zohlednění flexibility, budoucích rozhodování a také aktivních zásahů vedou k tomu, že jsou podniky oceněny vyšší hodnotou, protože tyto zásahy v budoucnu mají také hodnotu.

4.2 Srovnání výsledků citlivostní analýzy

V následující tabulce je srovnána změna ocenění vlastního kapitálu při aplikaci citlivostní analýzy se změnou 10%. Jak je vidět v Tab. 4.2, při použití metod za rizika a flexibility se hodnoty ocenění vlastního kapitálu u binomického a trinomického modelu liší, a to při změně všech tří zvolených ukazatelů. U trinomického modelu jsou změny v ocenění vlastního kapitálu vyšší než u modelu binomického. Hodnoty vlastního kapitálu byly porovnány absolutně i relativně s původní částkou ocenění, která pro binomický model má hodnotu 2 937 335 tis. Kč a pro trinomický model má hodnotu 2 943 634 tis. Kč. Avšak u metod za rizika bez flexibility v Tab. 4.3 jsou rozdílné hodnoty vlastního kapitálu pouze u změny volatility. U změny WACC a cizích zdrojů jsou hodnoty ocenění vlastního kapitálu společnosti Alfa u binomického i trinomického modelu za rizika bez flexibility totožné. Hodnoty ocenění byly srovnány taktéž absolutně i relativně a to s původní částkou ocenění vlastního kapitálu za rizika bez flexibility, která má velikost 2 943 634 tis. Kč a to pro binomický i trinomický model.

Tabulka 4.2: Srovnání citlivostní analýzy pro 10% změnu za rizika a flexibility

		<i>Binomický model</i>			<i>Trinomický model</i>		
		<i>hodnota VK</i>	<i>absolutní změna</i>	<i>relativní změna</i>	<i>hodnota VK</i>	<i>absolutní změna</i>	<i>relativní změna</i>
Volatilita FCFF	10%	2969858	32523	1%	2991125	47491	2%
Hodnota wacc	10%	2487186	-450149	-15%	2512803	-430831	-15%
Hodnota CZ	10%	2735905	-201430	-7%	2764084	-179550	-6%

Zdroj: Vlastní výpočty

Tabulka 4.3: Srovnání citlivostní analýzy pro 10% změnu za rizika bez flexibility

		<i>Binomický model</i>			<i>Trinomický model</i>		
		<i>hodnota VK</i>	<i>absolutní změna</i>	<i>relativní změna</i>	<i>hodnota VK</i>	<i>absolutní změna</i>	<i>relativní změna</i>
Volatilita FCFF	10%	3016756	194815	7%	3018433	196492	7%
Hodnota wacc	10%	2354781	-467160	-17%	2354781	-467160	-17%
Hodnota CZ	10%	2590259	-231682	-8%	2590259	-231682	-8%

Zdroj: Vlastní výpočty

5 Závěr

Oceňování je trvalá problematika finančního řízení a rozhodování v tržním hospodářství a je významným kritériem při taktickém řízení firmy a také pro strategická rozhodnutí podniku. Ocenění podniku na základě opční metodologie je aktivním způsobem při stanovení hodnoty podniku. Jeho výhodou je flexibilita budoucích rozhodování a také aktivní zásahy v budoucnu, které jsou prováděny v případě, kdy se například pro firmu otevírají nové příležitosti.

Cílem práce bylo ocenění vlastního kapitálu podniku na základě opční metodologie společnosti Alfa k 1. 1. 2010. Ocenění vlastního kapitálu společnosti bylo provedeno za rizika a flexibility a také za rizika bez flexibility při použití binomického a trinomického modelu.

Druhá kapitola se zaměřila na teoretickou část problematiky oceňování, problematiky opcí i problematiky oceňování na základě opční metodologie.

Třetí kapitola byla kapitolou praktickou, kde byla provedena finanční analýza podniku, která zahrnovala ukazatele aktivity, likvidity, rentability a zadluženosti. Poté byl postupně oceněn vlastní kapitál podniku Alfa nejprve pomocí binomického a trinomického modelu za rizika a flexibility a poté pomocí binomického a trinomického modelu za rizika bez flexibility. Hodnota vlastního kapitálu podniku Alfa spočtená na základě binomického modelu za rizika a flexibility vyšla 2 937 335 tis. Kč, na základě trinomického modelu asi o 6 mil. Kč vyšší, a to 2 943 634 tis. Kč a na základě modelu ocenění za rizika bez flexibility podstatně nižší hodnota 2 821 941 tis. Kč a to pro binomický i trinomický model. Hodnota ocenění u binomického i trinomického modelu za rizika s flexibilitou je vyšší právě z důvodů zohlednění flexibility a budoucích rozhodování. V poslední části třetí kapitoly byla provedena citlivostní analýza, kde byly postupně měněny vstupní hodnoty a byly zachyceny změny v ocenění vlastního kapitálu podniku jednotlivě pro každou metodu zvlášť.

Čtvrtá kapitola se zabývala zhodnocením vypočtených hodnot a také zhodnocením výsledků citlivostní analýzy.

Seznam literatury

- COPELAND, T., ANTIKAROV, V. Real Options, Revised Edition: A Practitioner's Guide. 1. edition. Texere, 2003. 384 pages. ISBN 1587991861.
- DLUHOŠOVÁ, D., ČULÍK, M., TICHÝ, T., ZMEŠKAL, Z.: Aplikace metodologie reálných opcí ve finančním rozhodování. 1. vydání Ostrava, 2005. 215 s. ISBN 80-248-1061-1.
- DLUHOŠOVÁ, D.: Finanční řízení a rozhodování podniku. 1. vydání Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- DLUHOŠOVÁ, D. a kol. Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování. 1. vydání. VŠB-TU Ostrava, 2004. 640 s. ISBN 80-248-0669-X.
- MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- ZMEŠKAL, Zdenek a kol. Finanční modely. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-86119-87-4.

Internetové zdroje

- http://www.ekonomicke-analyzy.cz/text_posudek.html
- <http://www.finance.cz/>
- <http://www.investujeme.cz/>
- <http://www.mpo.cz/>
- <https://www.patria-direct.cz/InvestovaniDluhopisyStatni.aspx>

Ostatní zdroje

- Výroční zprávy společnosti Alfa

Seznam zkratek

A	Aktiva
B	Bezriziková výpůjčka
B-S	Black-Scholesův
BV	Účetní hodnota firmy
C	Kapitál vázaný v aktivech
C	Cena opce
CA	Celková aktiva
CF	Cash Flow
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká Republika
d	Koeficient poklesu
D	Nominální hodnota dluhu
DIV	Dividenda
E	Čistý zisk na akcii
E	Vlastní kapitál
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk před úroky a daněmi
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele
g	Míra růstu dividend
I	Investiční výdaje
INV	Investice
KČ	Korun českých
L	Likvidita
MAX	Maximum
MIN	Minimum
MS	Microsoft
MV	Tržní hodnota firmy
NOPAT	Zisk z operativní činnosti
Obr.	Obrázek
ODP	Odpisy

P	Tržní cena akcie
p^d	Pravděpodobnost poklesu
p^u	Pravděpodobnost růstu
PH	Pokračující hodnota
R_A	Náklady celkového kapitálu
R_D	Náklady dluhu
R_E	Náklady vlastního kapitálu
R_F	Bezriziková sazba
R_U	Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy
ROA	Rentabilita aktiv
ROC	Výnosnost investovaného kapitálu
ROCE	Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
S	Podkladové aktivum
S_b	Substanční hodnota brutto
S_n	Substanční hodnota netto
S_t	Aktuální tržní cena akcie
SA	Stálá aktiva
s.r.o.	Společnost s ručením omezeným
t	Daň
T	Doba trvání
Tab	Tabulka
Tis	Tisíc
tj	To je
TS	Daňový štít
u	Koeficient růstu
ú	Úroky
UM	Úroková míra
UZ	Úplatné zdroje
V	Hodnota firmy
V_E	Hodnota vlastního kapitálu
VC	Variabilní náklady
VH	Vnitřní hodnota

VK	Vlastní kapitál
VZZ	Výkaz zisků a ztrát
w	Váha
WACC	Náklady celkového kapitálu
X	Cena podkladového aktiva
XL	Průměrná likvidita v odvětví
Z	Trvale udržitelný zisk

Seznam symbolů

π	Hodnota portfolia
σ	Volatilita
Δ	Změna

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst.3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Hutisko 491,
Hutisko-Solanec, 756 62

Seznam příloh

- Příloha 1: Rozvaha, VZZ a CF společnosti Alfa pro rok 2005
- Příloha 2: Rozvaha, VZZ a CF společnosti Alfa pro rok 2006
- Příloha 3: Rozvaha, VZZ a CF společnosti Alfa pro rok 2007
- Příloha 4: Rozvaha, VZZ a CF společnosti Alfa pro rok 2008
- Příloha 5: Rozvaha, VZZ a CF společnosti Alfa pro rok 2009

Příloha 1/1: Rozvaha společnosti Alfa, rok 2005

Označ.	AKTIVA	řad.	Běžné účetní období			Min.účetní období
			Brutto	Korekce	Netto	Netto
a	b	c	1	2	3	4
	AKTIVA CELKEM (ř.02+03+31+63)	001	5 902 477	-2 399 905	3 502 572	3 805 209
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	002				
B.	Dlouhodobý majetek (ř.04+13+23)	003	4 544 441	-2 356 859	2 187 582	2 145 919
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř.05 až 12)	004	99 616	- 89 395	10 221	9 066
B.I.1.	Zřizovací výdaje	005				
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006				
3.	Software	007	96 822	- 87 632	9 190	8 853
4.	Ocenitelná práva	008	1 763	- 1 763		
5.	Goodwill	009				
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010				
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011	1 031		1 031	213
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	012				
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř.14 až 22)	013	4 444 825	-2 267 464	2 177 361	2 136 853
B.II.1.	Pozemky	014	16 887		16 887	17 104
2.	Stavby	015	994 721	- 333 626	661 095	695 954
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	3 167 699	-1 933 838	1 233 861	1 170 311
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	017				
5.	Základní stádo a tažná zvířata	018				
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019				
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020	265 518		265 518	253 484
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021				
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	022				
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř.24 až 30)	023				
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	024				
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	025				
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026				
4.	Půjčky a úvěry - ovládající a řídící osoba, podstatný vliv	027				
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	028				
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	029				
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030				

Označ. a	AKTIVA b	řád. c	Běžné účetní období			Min.účetní období
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 4
C.	Oběžná aktiva (ř.32+39+48+58)	031	1 357 048	- 43 046	1 314 002	1 658 837
C.I.	Zásoby (ř.33 až 38)	032	512 216	- 20 025	492 191	402 387
C.I.1.	Materiál	033	244 956	- 14 706	230 250	158 581
2.	Nedokončená výroba a polotovary	034	200 313	- 3 722	196 591	172 604
3.	Výrobky	035	66 794	- 1 597	65 197	71 103
4.	Zvířata	036				
5.	Zboží	037				2
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038	153		153	97
C.II.	Dlouhodobé pohledávky (ř.40 až 47)	039				
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	040				
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	041				
3.	Pohledávky - podstatný vliv	042				
4.	Pohledávky za společnosti, členy družstva a za účastníky sdružení	043				
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044				
6.	Dohadné účty aktivní	045				
7.	Jiné pohledávky	046				
8.	Odložená daňová pohledávka	047				
C.III.	Krátkodobé pohledávky (ř.49 až 57)	048	840 070	- 23 021	817 049	1 255 476
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	333 198	- 23 021	310 177	247 355
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	050	363 298		363 298	888 946
3.	Pohledávky - podstatný vliv	051				
4.	Pohledávky za společnosti, členy družstva a za účastníky sdružení	052				
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053				
6.	Stát - daňové pohledávky	054	127 927		127 927	95 028
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	2 962		2 962	1 864
8.	Dohadné účty aktivní	056				
9.	Jiné pohledávky	057	12 685		12 685	22 283
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek (ř.59 až 62)	058	4 762		4 762	974
C.IV.1.	Peníze	059	44		44	57
2.	Účty v bankách	060	4 718		4 718	917
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	061				
4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	062				
D.I.	Časové rozlišení (ř.64+65+66)	063	988		988	453
D.I.1.	Náklady příštích období	064	988		988	453
2.	Komplexní náklady příštích období	065				
3.	Příjmy příštích období	066				

Označ.	PASIVA	řád.	Běžné období	Minulé období
a	b	c	5	6
	PASIVA CELKEM (ř.68+85+118)	067	3 502 572	3 805 209
A.	Vlastní kapitál (ř.69+73+78+81+84)	068	1 614 503	2 603 002
A.I.	Základní kapitál (ř.70+71+72)	069	800 000	800 000
A.I.1.	Základní kapitál	070	800 000	800 000
	2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	071		
	3. Změny základního kapitálu	072		
A.II.	Kapitálové fondy (ř.74 až 77)	073	145 000	160 141
A.II.1.	Emisní ážio	074		
	2. Ostatní kapitálové fondy	075	145 000	148 748
	3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	076		11 393
	4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	077		
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř.79+80)	078	84 000	229 000
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	079	84 000	84 000
	2. Statutární a ostatní fondy	080		145 000
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (ř.82+83)	081	62 609	606 765
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	082	62 609	606 765
	2. Neuhrazená ztráta minulých let	083		
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	084	522 894	807 096
B.	Cizí zdroje (ř.86+91+102+114)	085	1 886 374	1 199 020
B.I.	Rezervy (ř.87 až 90)	086	141 014	133 368
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	087		
	2. Rezerva na důchody a podobné závazky	088		
	3. Rezerva na daň z příjmů	089	13 590	
	4. Ostatní rezervy	090	127 424	133 368
B.II.	Dlouhodobé závazky (ř.92 až 101)	091	92 877	140 667
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	092		
	2. Závazky - ovládající a řídící osoba	093		
	3. Závazky - podstatný vliv	094		
	4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	095		
	5. Dlouhodobé přijaté zálohy	096		85 502
	6. Vydané dluhopisy	097		
	7. Dlouhodobé směnky k úhradě	098		
	8. Dohadné účty pasivní	099		
	9. Jiné závazky	100		
	10. Odložený daňový závazek	101	92 877	55 165

Označ.	PASIVA	řád.	Běžné období	Minulé období
a	b	c	5	6
B.III.	Krátkodobé závazky (ř.103 až 113)	102	1 652 483	924 985
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	103	822 688	591 246
2.	Závazky - ovládající a řídící osoba	104	700 000	200 983
3.	Závazky - podstatný vliv	105		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	106		
5.	Závazky k zaměstnancům	107	56 566	49 792
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	108	32 294	28 623
7.	Stát - daňové závazky a dotace	109	9 649	7 943
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	110		2 189
9.	Vydané dluhopisy	111		
10.	Dohadné účty pasivní	112	30 508	42 129
11.	Jiné závazky	113	778	2 080
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř.115+116+117)	114		
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	115		
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	116		
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	117		
C.I.	Časové rozlišení (ř.119+120)	118	1 695	3 187
C.I.1.	Výdaje příštích období	119	1 695	3 187
2.	Výnosy příštích období	120		

Příloha 1/2: VZZ společnosti Alfa, rok 2005

Označ. a	TEXT b	číslo řádku c	Skutečnost v účet. obd.	
			sledovaném 1	minulém 2
I.	Tržby za prodej zboží	01		2
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02		3
+	Obchodní marže (ř.01-02)	03		- 1
II.	Výkony (ř.05+06+07)	04	7 355 080	6 846 204
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	7 072 597	6 631 534
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	06	22 032	581
II.3.	Aktivace	07	260 451	214 089
B.	Výkonová spotřeba (ř.09+10)	08	5 552 555	4 809 026
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	09	3 886 309	3 027 877
B.2.	Služby	10	1 666 246	1 781 149
+	Přidaná hodnota (ř.03+04-08)	11	1 802 525	2 037 177
C.	Osobní náklady (ř.13 až 16)	12	935 181	849 331
C.1.	Mzdové náklady	13	685 568	624 088
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14		
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	240 800	216 442
C.4.	Sociální náklady	16	8 813	8 801
D.	Daně a poplatky	17	2 157	1 821
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	291 800	262 831
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř.20+21)	19	276 567	141 850
III.1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	80 692	4 687
III.2	Tržby z prodeje materiálu	21	195 875	137 163
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř.23+24)	22	185 193	75 577
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	76 283	607
F.2.	Prodaný materiál	24	108 910	74 970
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	25	- 7 356	12 482
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	51 003	35 224
H.	Ostatní provozní náklady	27	14 213	14 389
V.	Převod provozních výnosů	28		
I.	Převod provozních nákladů	29		
*	Provozní výsledek hospodaření (ř.11-12-17-18+19-22-25+26-27+28-29)	30	708 907	997 820

Označ.	TEXT	číslo řádku	Skutečnost v účet. obd.	
			sledovaném	minulém
a	b	c	1	2
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31		
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32		
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř.34+35+36)	33		
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34		
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35		
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37		
K.	Náklady z finančního majetku	38		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39		
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40		
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	41		
X.	Výnosové úroky	42	6 983	7 568
N.	Nákladové úroky	43	11 645	14 812
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	118 807	81 232
O.	Ostatní finanční náklady	45	131 453	128 467
XII.	Převod finančních výnosů	46		
P.	Převod finančních nákladů	47		
*	Finanční výsledek hospodaření (ř.31-32+33+37-38+39-40-41+42-43+44-45+46-47)	48	- 17 308	- 54 479
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř.50+51)	49	182 770	136 245
Q.1.	-splatná	50	142 386	120 720
Q.2.	-odložená	51	40 384	15 525
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř.30+48-49)	52	508 829	807 096
XIII.	Mimořádné výnosy	53	14 065	
R.	Mimořádné náklady	54		
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř.56+57)	55		
S.1.	-splatná	56		
S.2.	-odložená	57		
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř.53-54-55)	58	14 065	
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59		
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř.52+58-59)	60	522 894	807 096
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (ř.30+48+53-54)	61	705 664	943 341

Příloha 1/3: CF společnosti Alfa, rok 2005

	Běžné období	Minulé období
P. Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	974	711
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti		
Z: Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	705 664	943 341
A.1. Úpravy o nepeněžní operace	272 712	278 477
A.1.1. Odpisy stálých aktiv	291 800	262 831
A.1.2. Změna stavu:	-7 356	12 482
A.1.2.1. opravné položky k nabytému majetku		
A.1.2.2. rezerv a ostatních opravných položek	-7 356	12 482
A.1.3. Zisk(-) ztráta(+) z prodeje stálých aktiv	-4 409	-4 080
A.1.4. Zisk(-) ztráta(+) z prodeje cenných papírů		
A.1.5. Výnosy z dividend a podílů na zisku		
A.1.6. Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	4 662	7 244
A.1.7. Úpravy o ostatní nepeněžité operace	-11 985	
A*. Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním finančními položkami, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	978 376	1 221 818
A.2. Změna potřeby pracovního kapitálu	977 027	-101 014
A.2.1. Změna stavu pohledávek z provozní činnosti a přechodných účtů aktiv	411 984	-213 177
A.2.2. Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti a přechodných účtů pasiv	651 859	93 510
A.2.3. Změna stavu zásob	-86 816	18 653
A.2.4. Změna stavu finančního majetku, který není zahrnut do peněžních prostředků		
A.** Čistý peněžní tok z provozní činnosti před finančními položkami, zdaněním a mimořádnými položkami	1 955 403	1120804
A.3. Zaplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-13 241	-19 338
A.4. Přijaté úroky	6 983	7 568
A.5. Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	-113 899	-107 320
A.6. Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy		
A.7. Přijaté dividendy a podíly na zisku		
A.*** Čistý peněžní tok z provozní činnosti	1 835 246	1001714
Peněžní toky z investiční činnosti		
B.1. Nabytí stálých aktiv	-334 150	-442 995
B.1.1. Nabytí dlouhodobého hmotného majetku	-326 941	-434 479
B.1.2. Nabytí dlouhodobého nehmotného majetku	-7 209	-8 516
B.1.3. Nabytí dlouhodobého finančního majetku		
B.2. Příjmy z prodeje stálých aktiv	2 692	4 687
B.2.1. Příjmy z prodeje dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	2 692	4 687
B.2.2. Příjmy z prodeje dlouhodobého finančního majetku		
B.3. Půjčky a úvěry spřízněným osobám		
B.*** Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-331 458	-438 308

Peněžní toky z finančních činností		
C.1. Změna stavu dlouhodobých popř. krátkodobých závazků z finanční oblasti		-708143
C.2. Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	-1 500 000	145000
C.2.1. Zvýšení základního kapitálu, emisního ážia, event. rezervního fondu		145000
C.2.2. Vypacení podílu na vlastním kapitálu společníkům		
C.2.3. Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů		
C.2.4. Úhrada ztráty společníky		
C.2.5. Platby z fondů tvořených za zisku		
C.2.6. Vypacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené srážkové daně	-1 500 000	
C.*** Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-1 500 000	-563143
F. Čisté zvýšení nebo snížení peněžních prostředků	3 788	263
R. Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	4 762	974

Příloha 2/1: Rozvaha společnosti Alfa, rok 2006

Označ.	A K T I V A	řad.	Běžné účetní období			Min.účetní období
			Brutto	Korekce	Netto	Netto
a	b	c	1	2	3	4
	AKTIVA CELKEM (ř.02+03+31+63)	001	6 702 332	-2 655 309	4 047 023	3 502 572
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	002				
B.	Dlouhodobý majetek (ř.04+13+23)	003	5 107 694	-2 608 355	2 499 339	2 187 582
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř.05 až 12)	004	101 925	- 94 146	7 779	10 221
B.I.1.	Zřizovací výdaje	005				
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006				
3.	Software	007	99 478	- 92 383	7 095	9 190
4.	Ocenitelná práva	008	1 763	- 1 763		
5.	Goodwill	009				
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010				
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011	684		684	1 031
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	012				
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř.14 až 22)	013	5 005 769	-2 514 209	2 491 560	2 177 361
B.II.1.	Pozemky	014	16 636		16 636	16 887
2.	Stavby	015	1 092 727	- 362 383	730 344	661 095
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	3 429 746	-2 151 826	1 277 920	1 233 861
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	017				
5.	Základní stádo a tažná zvířata	018				
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019				
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020	466 660		466 660	265 518
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021				
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	022				
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř.24 až 30)	023				
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	024				
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	025				
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026				
4.	Půjčky a úvěry - ovládající a řídící osoba, podstatný vliv	027				
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	028				
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	029				
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030				

Označ. a	A K T I V A b	řád. c	Běžné účetní období			Min.účetní období
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 4
C.	Oběžná aktiva (ř.32+39+48+58)	031	1 593 585	- 46 954	1 546 631	1 314 002
C.I.	Zásoby (ř.33 až 38)	032	650 226	- 32 263	617 963	492 191
C.I.1.	Materiál	033	317 139	- 18 657	298 482	230 250
2.	Nedokončená výroba a polotovary	034	254 650	- 8 802	245 848	196 591
3.	Výrobky	035	70 512	- 4 804	65 708	65 197
4.	Zvířata	036				
5.	Zboží	037				
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038	7 925		7 925	153
C.II.	Dlouhodobé pohledávky (ř.40 až 47)	039	7 137		7 137	
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	040				
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	041				
3.	Pohledávky - podstatný vliv	042				
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	043				
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044				
6.	Dohadné účty aktivní	045				
7.	Jiné pohledávky	046	7 137		7 137	
8.	Odložená daňová pohledávka	047				
C.III.	Krátkodobé pohledávky (ř.49 až 57)	048	935 530	- 14 691	920 839	817 049
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	313 870	- 14 691	299 179	310 177
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	050	366 228		366 228	363 298
3.	Pohledávky - podstatný vliv	051				
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	052				
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053				
6.	Stát - daňové pohledávky	054	244 804		244 804	127 927
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	8 240		8 240	2 962
8.	Dohadné účty aktivní	056				
9.	Jiné pohledávky	057	2 388		2 388	12 685
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek (ř.59 až 62)	058	692		692	4 762
C.IV.1.	Peníze	059	35		35	44
2.	Účty v bankách	060	657		657	4 718
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	061				
4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	062				
D.I.	Časové rozlišení (ř.64+65+66)	063	1 053		1 053	988
D.I.1.	Náklady příštích období	064	1 053		1 053	988
2.	Komplexní náklady příštích období	065				
3.	Příjmy příštích období	066				

Označ.	P A S I V A	řád.	Běžné období	Minulé období
a	b	c	5	6
	PASIVA CELKEM (ř.68+85+118)	067	4 047 023	3 502 572
A.	Vlastní kapitál (ř.69+73+78+81+84)	068	1 323 744	1 614 503
A.I.	Základní kapitál (ř.70+71+72)	069	800 000	800 000
A.I.1.	Základní kapitál	070	800 000	800 000
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	071		
3.	Změny základního kapitálu	072		
A.II.	Kapitálové fondy (ř.74 až 77)	073	145 000	145 000
A.II.1.	Emisní ážio	074		
2.	Ostatní kapitálové fondy	075	145 000	145 000
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	076		
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	077		
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř.79+80)	078	84 000	84 000
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	079	84 000	84 000
2.	Statutární a ostatní fondy	080		
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (ř.82+83)	081	85 503	62 609
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	082	85 503	62 609
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	083		
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	084	209 241	522 894
B.	Cizí zdroje (ř.86+91+102+114)	085	2 722 040	1 886 374
B.I.	Rezervy (ř.87 až 90)	086	198 099	141 014
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	087		
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	088		
3.	Rezerva na daň z příjmů	089		13 590
4.	Ostatní rezervy	090	198 099	127 424
B.II.	Dlouhodobé závazky (ř.92 až 101)	091	110 727	92 877
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	092		
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	093		
3.	Závazky - podstatný vliv	094		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	095		
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	096		
6.	Vydané dluhopisy	097		
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	098		
8.	Dohadné účty pasivní	099		
9.	Jiné závazky	100		
10.	Odložený daňový závazek	101	110 727	92 877

Označ. a	P A S I V A b	řád. c	Běžné období 5	Minulé období 6
B.III.	Krátkodobé závazky (ř.103 až 113)	102	2 413 214	1 652 483
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	103	1 103 498	822 688
2.	Závazky - ovládající a řídící osoba	104	1 147 508	700 000
3.	Závazky - podstatný vliv	105		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	106		
5.	Závazky k zaměstnancům	107	58 329	56 566
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	108	31 283	32 294
7.	Stát - daňové závazky a dotace	109	7 740	9 649
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	110	800	
9.	Vydané dluhopisy	111		
10.	Dohadné účty pasivní	112	61 317	30 508
11.	Jiné závazky	113	2 739	778
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř.115+116+117)	114		
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	115		
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	116		
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	117		
C.I.	Časové rozlišení (ř.119+120)	118	1 239	1 695
C.I.1.	Výdaje příštích období	119	1 239	1 695
2.	Výnosy příštích období	120		

Příloha 2/2: VZZ společnosti Alfa, rok 2006

Označ. a	TEXT b	číslo řádku c	Skutečnost v účet. obd.	
			běžném 1	minulém 2
I.	Tržby za prodej zboží	01		
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02		
+	Obchodní marže (ř.01-02)	03		
II.	Výkony (ř.05+06+07)	04	8 642 634	7 355 080
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	8 416 262	7 072 597
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	06	62 461	22 032
II.3.	Aktivace	07	163 911	260 451
B.	Výkonová spotřeba (ř.09+10)	08	7 002 141	5 552 555
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	09	5 098 890	3 886 309
B.2.	Služby	10	1 903 251	1 666 246
+	Přidaná hodnota (ř.03+04-08)	11	1 640 493	1 802 525
C.	Osobní náklady (ř.13 až 16)	12	1 087 175	935 181
C.1.	Mzdové náklady	13	797 452	685 568
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14		
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	280 336	240 800
C.4.	Sociální náklady	16	9 387	8 813
D.	Daně a poplatky	17	4 584	2 157
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	301 209	291 800
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř.20+21)	19	240 123	276 567
III.1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	11 634	80 692
III.2	Tržby z prodeje materiálu	21	228 489	195 875
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř.23+24)	22	145 480	185 193
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	7 065	76 283
F.2.	Prodaný materiál	24	138 415	108 910
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	25	74 583	- 7 356
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	66 587	51 003
H.	Ostatní provozní náklady	27	17 515	14 213
V.	Převod provozních výnosů	28		
I.	Převod provozních nákladů	29		

*	Provozní výsledek hospodaření (ř.11-12-17-18+19-22-25+26-27+28-29)	30	316 657	708 907
Označ.	TEXT	číslo řádku	Skutečnost v účet. obd.	
a	b	c	běžném 1	minulém 2
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31		
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32		
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř.34+35+36)	33		
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34		
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35		
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37		
K.	Náklady z finančního majetku	38		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	1 545	
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40	1 254	
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	41		
X.	Výnosové úroky	42	5 137	6 983
N.	Nákladové úroky	43	28 794	11 645
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	80 843	118 807
O.	Ostatní finanční náklady	45	104 320	131 453
XII.	Převod finančních výnosů	46		
P.	Převod finančních nákladů	47		
*	Finanční výsledek hospodaření (ř.31-32+33+37-38+39-40-41+42-43+44-45+46-47)	48	- 46 843	- 17 308
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř.50+51)	49	60 573	182 770
Q.1.	-splatná	50	42 723	142 386
Q.2.	-odložená	51	17 850	40 384
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř.30+48-49)	52	209 241	508 829
XIII.	Mimořádné výnosy	53		14 065
R.	Mimořádné náklady	54		
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř.56+57)	55		
S.1.	-splatná	56		
S.2.	-odložená	57		
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř.53-54-55)	58		14 065
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59		
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	60	209 241	522 894

	(ř.52+58-59)			
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (ř.30+48+53-54)	61	269 814	705 664

Příloha 2/3: CF společnosti Alfa, rok 2006

	Běžné období	Minulé období
P. Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	4 762	974
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti		
Z: Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	269 814	705 664
A.1. Úpravy o nepeněžní operace	394 880	272 712
A.1.1. Odpisy stálých aktiv	301 209	291 800
A.1.2. Změna stavu:	74 583	-7 356
A.1.2.1. opravné položky k nabytému majetku		
A.1.2.2. rezerv a ostatních opravných položek	74 583	-7 356
A.1.3. Zisk(-) ztráta(+) z prodeje stálých aktiv	-4 569	-4 409
A.1.4. Zisk(-) ztráta(+) z prodeje cenných papírů		
A.1.5. Výnosy z dividend a podílů na zisku		
A.1.6. Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	23 657	4 662
A.1.7. Úpravy o ostatní nepeněžité operace		-11 985
A*. Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním finančními položkami, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	664 694	978 376
A.2. Změna potřeby pracovního kapitálu	608 177	977 027
A.2.1. Změna stavu pohledávek z provozní činnosti a přechodných účtů aktiv	-14 622	411 984
A.2.2. Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti a přechodných účtů pasiv	760 809	651 859
A.2.3. Změna stavu zásob	-138 010	-86 816
A.2.4. Změna stavu finančního majetku, který není zahrnut do peněžních prostředků		
A.** Čistý peněžní tok z provozní činnosti před finančními položkami, zdaněním a mimořádnými položkami	1 272 871	1 955 403
A.3. Zaplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-29 327	-13 241
A.4. Přijaté úroky	5 137	6 983
A.5. Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	-144 353	-113 899
A.6. Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy		
A.7. Přijaté dividendy a podíly na zisku		
A.*** Čistý peněžní tok z provozní činnosti	1 104 328	1 835 246
Peněžní toky z investiční činnosti		
B.1. Nabytí stálých aktiv	-620 032	-334 150
B.1.1. Nabytí dlouhodobého hmotného majetku	-617 723	-326 941
B.1.2. Nabytí dlouhodobého nehmotného majetku	-2 309	-7 209
B.1.3. Nabytí dlouhodobého finančního majetku		
B.2. Příjmy z prodeje stálých aktiv	11 634	2 692
B.2.1. Příjmy z prodeje dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	11 634	2 692
B.2.2. Příjmy z prodeje dlouhodobého finančního majetku		
B.3. Půjčky a úvěry spřízněným osobám		
B.*** Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-608 398	-331 458

Peněžní toky z finančních činností		
C.1. Změna stavu dlouhodobých popř. krátkodobých závazků z finanční oblasti		
C.2. Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	-500 000	-1 500 000
C.2.1. Zvýšení základního kapitálu, emisního ážia, event. rezervního fondu		
C.2.2. Vypacení podílu na vlastním kapitálu společníkům		
C.2.3. Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů		
C.2.4. Úhrada ztráty společníky		
C.2.5. Platby z fondů tvořených za zisku		
C.2.6. Vypacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené srážkové daně	-500 000	-1 500 000
C.*** Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-500 000	-1 500 000
F. Čisté zvýšení nebo snížení peněžních prostředků	-4 070	3 788
R. Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	692	4 762

Příloha 3/1: Rozvaha společnosti Alfa, rok 2007

Označ.	A K T I V A	řád.	Běžné účetní období			Min.účetní období
			Brutto	Korekce	Netto	
a	b	c	1	2	3	4
	AKTIVA CELKEM (ř.02+03+31+63)	001	7 093 455	-2 907 294	4 186 161	4 047 023
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	002				
B.	Dlouhodobý majetek (ř.04+13+23)	003	5 538 446	-2 847 212	2 691 234	2 499 339
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř.05 až 12)	004	101 393	- 95 951	5 442	7 779
B.I.1.	Zřizovací výdaje	005				
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006				
3.	Software	007	98 113	- 94 188	3 925	7 095
4.	Ocenitelná práva	008	1 763	- 1 763		
5.	Goodwill	009				
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010				
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011	1 517		1 517	684
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	012				
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř.14 až 22)	013	5 437 053	-2 751 261	2 685 792	2 491 560
B.II.1.	Pozemky	014	16 052		16 052	16 636
2.	Stavby	015	1 177 061	- 393 165	783 896	730 344
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	3 785 373	-2 358 096	1 427 277	1 277 920
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	017				
5.	Základní stádo a tažná zvířata	018				
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019				
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020	458 567		458 567	466 660
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021				
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	022				
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř.24 až 30)	023				
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	024				
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	025				
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026				
4.	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	027				
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	028				
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	029				
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030				

Označ. a	A K T I V A b	řád. c	Běžné účetní období			Min.účetní období
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 3
C.	Oběžná aktiva (ř.32+39+48+58)	031	1 554 578	- 60 082	1 494 496	1 546 631
C.I.	Zásoby (ř.33 až 38)	032	697 193	- 37 852	659 341	617 963
C.I.1.	Materiál	033	321 323	- 18 976	302 347	298 482
2.	Nedokončená výroba a polotovary	034	275 937	- 6 057	269 880	245 848
3.	Výrobky	035	98 545	- 12 819	85 726	65 708
4.	Zvířata	036				
5.	Zboží	037				
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038	1 388		1 388	7 925
C.II.	Dlouhodobé pohledávky (ř.40 až 47)	039	6 710	363	6 347	7 137
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	040				
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	041				
3.	Pohledávky - podstatný vliv	042				
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	043				
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044				
6.	Dohadné účty aktivní	045				
7.	Jiné pohledávky	046	6 710	- 363	6 347	7 137
8.	Odložená daňová pohledávka	047				
C.III.	Krátkodobé pohledávky (ř.49 až 57)	048	848 361	- 21 867	826 494	920 839
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	367 523	- 21 867	345 656	299 179
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	050	339 389		339 389	366 228
3.	Pohledávky - podstatný vliv	051				
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	052				
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053	74		74	
6.	Stát - daňové pohledávky	054	123 381		123 381	244 804
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	10 569		10 569	8 240
8.	Dohadné účty aktivní	056				
9.	Jiné pohledávky	057	7 425		7 425	2 388
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek (ř.59 až 62)	058	2 314		2 314	692
C.IV.1.	Peníze	059	21		21	35
2.	Účty v bankách	060	2 293		2 293	657
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	061				
4.	Pořízovaný krátkodobý finanční majetek	062				
D.I.	Časové rozlišení (ř.64+65+66)	063	431		431	1 053
D.I.1.	Náklady příštích období	064	431		431	1 053
2.	Komplexní náklady příštích období	065				
3.	Příjmy příštích období	066				

Označ.	P A S I V A	řád.	Běžné období	Minulé období
a	b	c	5	6
	PASIVA CELKEM (ř.68+85+118)	067	4 186 161	4 047 023
A.	Vlastní kapitál (ř.69+73+78+81+84)	068	1 419 903	1 323 744
A.I.	Základní kapitál (ř.70+71+72)	069	800 000	800 000
A.I.1.	Základní kapitál	070	800 000	800 000
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	071		
3.	Změny základního kapitálu	072		
A.II.	Kapitálové fondy (ř.74 až 77)	073	145 000	145 000
A.II.1.	Emisní ážio	074		
2.	Ostatní kapitálové fondy	075	145 000	145 000
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	076		
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	077		
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř.79+80)	078	84 000	84 000
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	079	84 000	84 000
2.	Statutární a ostatní fondy	080		
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (ř.82+83)	081	4 744	85 503
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	082	60 337	85 503
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	083	- 55 593	
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	084	386 159	209 241
B.	Cizí zdroje (ř.86+91+102+114)	085	2 764 257	2 722 040
B.I.	Rezervy (ř.87 až 90)	086	211 857	198 099
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	087		
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	088		
3.	Rezerva na daň z příjmů	089	1 995	
4.	Ostatní rezervy	090	209 862	198 099
B.II.	Dlouhodobé závazky (ř.92 až 101)	091	135 063	110 727
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	092		
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	093		
3.	Závazky - podstatný vliv	094		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	095		
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	096		
6.	Vydané dluhopisy	097		
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	098		
8.	Dohadné účty pasivní	099		
9.	Jiné závazky	100		
10.	Odložený daňový závazek	101	135 063	110 727

Označ.	P A S I V A	řád.	Běžné období	Minulé období
a	b	c	5	6
B.III.	Krátkodobé závazky (ř.103 až 113)	102	2 417 337	2 413 214
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	103	929 835	1 103 498
2.	Závazky - ovládající a řídící osoba	104	1 300 191	1 147 508
3.	Závazky - podstatný vliv	105		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	106		
5.	Závazky k zaměstnancům	107	57 769	58 329
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	108	30 628	31 283
7.	Stát - daňové závazky a dotace	109	8 311	7 740
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	110	800	800
9.	Vydané dluhopisy	111		
10.	Dohadné účty pasivní	112	87 394	61 317
11.	Jiné závazky	113	2 409	2 739
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř.115+116+117)	114		
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	115		
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	116		
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	117		
C.I.	Časové rozlišení (ř.119+120)	118	2 001	1 239
C.I.1.	Výdaje příštích období	119	2 001	1 239
2.	Výnosy příštích období	120		

Příloha 3/2: VZZ společnosti Alfa, rok 2007

Označ. a	TEXT b	číslo řádku c	Skutečnost v účet. období.	
			sledovaném 1	minulém 2
I.	Tržby za prodej zboží	01		
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02		
+	Obchodní marže (ř.01-02)	03		
II.	Výkony (ř.05+06+07)	04	10 162 758	8 642 634
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	9 998 393	8 416 262
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	06	53 604	62 461
II.3.	Aktivace	07	110 761	163 911
B.	Výkonová spotřeba (ř.09+10)	08	8 200 487	7 002 141
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	09	6 172 201	5 098 890
B.2.	Služby	10	2 028 286	1 903 251
+	Přidaná hodnota (ř.03+04-08)	11	1 962 271	1 640 493
C.	Osobní náklady (ř.13 až 16)	12	1 248 544	1 087 175
C.1.	Mzdové náklady	13	910 301	797 452
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14		
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	325 298	280 336
C.4.	Sociální náklady	16	12 945	9 387
D.	Daně a poplatky	17	2 526	4 584
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	339 871	301 209
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř.20+21)	19	323 728	240 123
III.1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	16 170	11 634
III.2	Tržby z prodeje materiálu	21	307 558	228 489
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř.23+24)	22	161 890	145 480
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	11 344	7 065
F.2.	Prodaný materiál	24	150 546	138 415
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	25	24 891	74 583
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	50 239	66 587
H.	Ostatní provozní náklady	27	10 007	17 515
V.	Převod provozních výnosů	28		
I.	Převod provozních nákladů	29		
*	Provozní výsledek hospodaření (ř.11-12-17-18+19-22-25+26-27+28-29)	30	548 509	316 657

Označ. a	TEXT b	číslo řádku c	Skutečnost v účet. obd.	
			sledovaném 1	minulém 2
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31		
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32		
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř.34+35+36)	33		
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34		
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35		
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37		
K.	Náklady z finančního majetku	38		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	5 974	1 545
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40		1 254
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	41		
X.	Výnosové úroky	42	7 890	5 137
N.	Nákladové úroky	43	53 661	28 794
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	100 651	80 843
O.	Ostatní finanční náklady	45	103 675	104 320
XII.	Převod finančních výnosů	46		
P.	Převod finančních nákladů	47		
*	Finanční výsledek hospodaření (ř.31-32+33+37-38+39-40-41+42-43+44-45+46-47)	48	- 42 821	- 46 843
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř.50+51)	49	119 529	60 573
Q.1.	-splatná	50	95 193	42 723
Q.2.	-odložená	51	24 336	17 850
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř.30+48-49)	52	386 159	209 241
XIII.	Mimořádné výnosy	53		
R.	Mimořádné náklady	54		
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř.56+57)	55		
S.1.	-splatná	56		
S.2.	-odložená	57		
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř.53-54-55)	58		
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59		
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř.52+58-59)	60	386 159	209 241
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (ř.30+48+53-54)	61	505 688	269 814

Příloha 3/3: CF společnosti Alfa, rok 2007

	Běžné období	Minulé období
P. Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	692	4 762
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti		
Z: Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	505 688	269 814
A.1. Úpravy o nepeněžní operace	399 735	394 880
A.1.1. Odpisy stálých aktiv	339 871	301 209
A.1.2. Změna stavu:	24 891	74 583
A.1.2.1. opravné položky k nabytému majetku		
A.1.2.2. rezerv a ostatních opravných položek	24 891	74 583
A.1.3. Zisk(-) ztráta(+) z prodeje stálých aktiv	-4 826	- 4 569
A.1.4. Zisk(-) ztráta(+) z prodeje cenných papírů		
A.1.5. Výnosy z dividend a podílů na zisku		
A.1.6. Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	45 771	23 657
A.1.7. Úpravy o ostatní nepeněžité operace	-5 972	
A*. Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním finančními položkami, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	905 423	664 694
A.2. Změna potřeby pracovního kapitálu	-35 932	608 177
A.2.1. Změna stavu pohledávek z provozní činnosti a přechodných účtů aktiv	5 334	-14 622
A.2.2. Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti a přechodných účtů pasiv	5 701	760 809
A.2.3. Změna stavu zásob	-46 967	- 138 010
A.2.4. Změna stavu finančního majetku, který není zahrnut do peněžních prostředků		
A.** Čistý peněžní tok z provozní činnosti před finančními položkami, zdaněním a mimořádnými položkami	869 491	1 272 871
A.3. Zaplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-53 661	-29 327
A.4. Přijaté úroky	7 890	5 137
A.5. Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	-5 158	-144 353
A.6. Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy		
A.7. Přijaté dividendy a podíly na zisku		
A.*** Čistý peněžní tok z provozní činnosti	818 562	1 104 328
Peněžní toky z investiční činnosti		
B.1. Nabytí stálých aktiv	-543 110	-620 032
B.1.1. Nabytí dlouhodobého hmotného majetku	-541 605	-617 723
B.1.2. Nabytí dlouhodobého nehmotného majetku	-1 505	-2 309
B.1.3. Nabytí dlouhodobého finančního majetku		
B.2. Příjmy z prodeje stálých aktiv	16 170	11 634
B.2.1. Příjmy z prodeje dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	16 170	11 634
B.2.2. Příjmy z prodeje dlouhodobého finančního majetku		
B.3. Půjčky a úvěry spřízněným osobám		

B.*** Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-526 940	-608 398
Peněžní toky z finančních činností		
C.1. Změna stavu dlouhodobých popř. krátkodobých závazků z finanční oblasti		
C.2. Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	-290 000	-500 000
C.2.1. Zvýšení základního kapitálu, emisního ážia, event. rezervního fondu		
C.2.2. Vyplacení podílu na vlastním kapitálu společníkům		
C.2.3. Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů		
C.2.4. Úhrada ztráty společníky		
C.2.5. Platby z fondů tvořených za zisku		
C.2.6. Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené srážkové daně	-290 000	-500 000
C.*** Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-290 000	-500 000
F. Čisté zvýšení nebo snížení peněžních prostředků	1 622	-4 070
R. Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	2 314	692

Příloha 4/1: Rozvaha společnosti Alfa, rok 2008

Označ.	AKTIVA	řad.	Běžné účetní období			Min.účetní období
			Brutto	Korekce	Netto	Netto
a	b	c	1	2	3	4
	AKTIVA CELKEM (ř.02+03+31+63)	001	7 425 165	-3 169 727	4 255 438	4 186 161
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	002				
B.	Dlouhodobý majetek (ř.04+13+23)	003	5 869 455	-3 102 111	2 767 344	2 691 234
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř.05 až 12)	004	101 915	- 98 280	3 635	5 442
B.I.1.	Zřizovací výdaje	005				
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006				
3.	Software	007	100 116	- 96 517	3 599	3 925
4.	Ocenitelná práva	008	1 763	- 1 763		
5.	Goodwill	009				
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010				
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011	36		36	1 517
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	012				
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř.14 až 22)	013	5 767 540	-3 003 831	2 763 709	2 685 792
B.II.1.	Pozemky	014	16 052		16 052	16 052
2.	Stavby	015	1 387 328	- 433 815	953 513	783 896
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	4 071 355	-2 570 016	1 501 339	1 427 277
4.	Pěstelské celky trvalých porostů	017				
5.	Základní stádo a tažná zvířata	018				
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019				
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020	292 805		292 805	458 566
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021				
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	022				
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř.24 až 30)	023				
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	024				
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	025				
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026				
4.	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	027				
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	028				
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	029				
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030				

Označ.	AKTIVA	řád.	Běžné účetní období			Min.účetní období
			Brutto	Korekce	Netto	Netto
a	b	c	1	2	3	3
C.	Oběžná aktiva (ř.32+39+48+58)	031	1 554 772	- 67 616	1 487 156	1 494 496
C.I.	Zásoby (ř.33 až 38)	032	697 905	- 47 044	650 861	659 341
C.I.1.	Materiál	033	324 562	- 27 128	297 434	302 347
2.	Nedokončená výroba a polotovary	034	295 671	- 7 266	288 405	269 880
3.	Výrobky	035	77 245	- 12 650	64 595	85 726
4.	Zvířata	036				
5.	Zboží	037				
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038	427		427	1 388
C.II.	Dlouhodobé pohledávky (ř.40 až 47)	039	6 807	- 759	6 048	6 347
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	040				
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	041				
3.	Pohledávky - podstatný vliv	042				
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	043				
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044				
6.	Dohadné účty aktivní	045				
7.	Jiné pohledávky	046	6 807	- 759	6 048	6 347
8.	Odložená daňová pohledávka	047				
C.III.	Krátkodobé pohledávky (ř.49 až 57)	048	849 865	- 19 813	830 052	826 494
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	358 582	- 19 776	338 806	345 656
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	050	262 851		262 851	339 389
3.	Pohledávky - podstatný vliv	051				
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	052				
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053	78		78	74
6.	Stát - daňové pohledávky	054	197 014		197 014	123 381
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	4 718		4 718	10 569
8.	Dohadné účty aktivní	056				
9.	Jiné pohledávky	057	26 622	- 37	26 585	7 425
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek (ř.59 až 62)	058	195		195	2 314
C.IV.1.	Peníze	059	5		5	21
2.	Účty v bankách	060	190		190	2 293
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	061				
4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	062				
D.I.	Časové rozlišení (ř.64+65+66)	063	938		938	431
D.I.1.	Náklady příštích období	064	500		500	431
2.	Komplexní náklady příštích období	065				
3.	Příjmy příštích období	066	438		438	

Označ.	P A S I V A	řad.	Běžné období	Minulé období
a	b	c	5	6
	PASIVA CELKEM (ř.68+85+118)	067	4 255 438	4 186 161
A.	Vlastní kapitál (ř.69+73+78+81+84)	068	814 271	1 419 903
A.I.	Základní kapitál (ř.70+71+72)	069	800 000	800 000
A.I.1.	Základní kapitál	070	800 000	800 000
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	071		
3.	Změny základního kapitálu	072		
A.II.	Kapitálové fondy (ř.74 až 77)	073	98 746	145 000
A.II.1.	Emisní ážio	074		
2.	Ostatní kapitálové fondy	075	145 000	145 000
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	076	- 46 254	
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	077		
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř.79+80)	078	84 000	84 000
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	079	84 000	84 000
2.	Statutární a ostatní fondy	080		
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (ř.82+83)	081	903	4 744
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	082	63 498	60 337
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	083	- 62 595	- 55 593
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	084	-169 378	386 159
B.	Cizí zdroje (ř.86+91+102+114)	085	3 439 764	2 764 257
B.I.	Rezervy (ř.87 až 90)	086	510 031	211 857
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	087		
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	088		
3.	Rezerva na daň z příjmů	089		1 995
4.	Ostatní rezervy	090	510 031	209 862
B.II.	Dlouhodobé závazky (ř.92 až 101)	091	58 101	135 063
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	092	386	
2.	Závazky - ovládající a řídící osoba	093		
3.	Závazky - podstatný vliv	094		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	095		
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	096		
6.	Vydané dluhopisy	097		
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	098		
8.	Dohadné účty pasivní	099		
9.	Jiné závazky	100		
10.	Odložený daňový závazek	101	57 715	135 063

Označ.	P A S I V A	řád.	Běžné období	Minulé období
a	b	c	5	6
B.III.	Krátkodobé závazky (ř.103 až 113)	102	2 871 632	2 417 337
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	103	929 646	929 835
2.	Závazky - ovládající a řídící osoba	104	1 700 000	1 300 191
3.	Závazky - podstatný vliv	105		
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	106		
5.	Závazky k zaměstnancům	107	61 730	57 769
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	108	32 588	30 628
7.	Stát - daňové závazky a dotace	109	7 040	8 311
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	110	800	800
9.	Vydané dluhopisy	111		
10.	Dohadné účty pasivní	112	72 965	87 394
11.	Jiné závazky	113	66 863	2 409
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř.115+116+117)	114		
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	115		
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	116		
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	117		
C.I.	Časové rozlišení (ř.119+120)	118	1 403	2 001
C.I.1.	Výdaje příštích období	119	1 403	2 001
2.	Výnosy příštích období	120		

Příloha 4/2: VZZ společnosti Alfa, rok 2008

Označ.	TEXT	číslo řádku	Skutečnost v účet. období.	
			sledovaném	minulém
a	b	c	1	2
I.	Tržby za prodej zboží	01		
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02		
+	Obchodní marže (ř.01-02)	03		
II.	Výkony (ř.05+06+07)	04	9 696 008	10 162 758
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	9 605 919	9 998 393
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	06	7 080	53 604
II.3.	Aktivace	07	83 009	110 761
B.	Výkonová spotřeba (ř.09+10)	08	8 089 699	8 200 487
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	09	6 066 627	6 172 201
B.2.	Služby	10	2 023 072	2 028 286
+	Přidaná hodnota (ř.03+04-08)	11	1 606 309	1 962 271
C.	Osobní náklady (ř.13 až 16)	12	1 321 980	1 248 544
C.1.	Mzdové náklady	13	961 979	910 301
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14		
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	343 550	325 298
C.4.	Sociální náklady	16	16 451	12 945
D.	Daně a poplatky	17	2 313	2 526
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	387 171	339 871
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř.20+21)	19	308 850	323 728
III.1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	4 305	16 170
III.2	Tržby z prodeje materiálu	21	304 545	307 558
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř.23+24)	22	137 812	161 890
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	3 973	11 344
F.2.	Prodaný materiál	24	133 839	150 546
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	25	307 703	24 891
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	75 812	50 239
H.	Ostatní provozní náklady	27	17 773	10 007
V.	Převod provozních výnosů	28		
I.	Převod provozních nákladů	29		
*	Provozní výsledek hospodaření (ř.11-12-17-18+19-22-25+26-27+28-29)	30	- 183 781	548 509

Označ. a	TEXT b	číslo řádku c	Skutečnost v účet. obd.	
			sledovaném 1	minulém 2
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31		
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32		
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř.34+35+36)	33		
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34		
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35		
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37		
K.	Náklady z finančního majetku	38		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	6	
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40	6 339	
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	41		
X.	Výnosové úroky	42	5 972	7 890
N.	Nákladové úroky	43	63 834	53 661
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	162 571	106 625
O.	Ostatní finanční náklady	45	151 071	103 675
XII.	Převod finančních výnosů	46		
P.	Převod finančních nákladů	47		
*	Finanční výsledek hospodaření (ř.31-32+33+37-38+39-40-41+42-43+44-45+46-47)	48	- 52 695	- 42 821
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř.50+51)	49	- 67 098	119 529
Q.1.	-splatná	50	- 1 313	95 193
Q.2.	-odložená	51	- 65 785	24 336
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř.30+48-49)	52	- 169 378	386 159
XIII.	Mimořádné výnosy	53		
R.	Mimořádné náklady	54		
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř.56+57)	55		
S.1.	-splatná	56		
S.2.	-odložená	57		
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř.53-54-55)	58		
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59		
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř.52+58-59)	60	- 169 378	386 159
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (ř.30+48+53-54)	61	- 236 476	505 688

Příloha 4/3: CF společnosti Alfa, rok 2008

	Běžné období	Minulé období
P. Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	2 314	692
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti		
Z: Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	-236 476	505 688
A.1. Úpravy o nepeněžní operace	758 669	399 735
A.1.1. Odpisy stálých aktiv	387 171	339 871
A.1.2. Změna stavu:	307 703	24 891
A.1.2.1. opravné položky k nabytému majetku	0	
A.1.2.2. rezerv a ostatních opravných položek	309 698	24 891
A.1.3. Zisk(-) ztráta(+) z prodeje stálých aktiv	-332	- 4 826
A.1.4. Zisk(-) ztráta(+) z prodeje cenných papírů	0	
A.1.5. Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	
A.1.6. Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	57 862	45 771
A.1.7. Úpravy o ostatní nepeněžité operace	6 265	-5 972
A*. Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním finančními položkami, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	522 193	905 423
A.2. Změna potřeby pracovního kapitálu	452 321	-35 932
A.2.1. Změna stavu pohledávek z provozní činnosti a přechodných účtů aktiv	57 382	5 334
A.2.2. Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti a přechodných účtů pasív	395 651	5 701
A.2.3. Změna stavu zásob	-712	-46 967
A.2.4. Změna stavu finančního majetku, který není zahrnut do peněžních prostředků	0	
A.** Čistý peněžní tok z provozní činnosti před finančními položkami, zdaněním a mimořádnými položkami	974 513	869 491
A.3. Zaplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-63 168	-53 661
A.4. Přijaté úroky	5 972	7 890
A.5. Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulé období	-66 872	-5 158
A.6. Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy	0	
A.7. Přijaté dividendy a podíly na zisku	0	
A.*** Čistý peněžní tok z provozní činnosti	850 445	818 562
Peněžní toky z investiční činnosti		
B.1. Nabytí stálých aktiv	-467 255	-543 110
B.1.1. Nabytí dlouhodobého hmotného majetku	-466 398	-541 605
B.1.2. Nabytí dlouhodobého nehmotného majetku	-857	-1 505
B.1.3. Nabytí dlouhodobého finančního majetku	0	
B.2. Příjmy z prodeje stálých aktiv	4 305	16 170
B.2.1. Příjmy z prodeje dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	4 305	16 170
B.2.2. Příjmy z prodeje dlouhodobého finančního majetku	0	

B.3. Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	
B.*** Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-462 950	-526 940
Peněžní toky z finančních činností		
C.1. Změna stavu dlouhodobých popř. krátkodobých závazků z finanční oblasti	386	
C.2. Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	-390 000	-290 000
C.2.1. Zvýšení základního kapitálu, emisního ážia, event. rezervního fondu		
C.2.2. Vyplacení podílu na vlastním kapitálu společníkům		
C.2.3. Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů		
C.2.4. Úhrada ztráty společníky		
C.2.5. Platby z fondů tvořených za zisku		
C.2.6. Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené srážkové daně	-390 000	-290 000
C.*** Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-389 614	-290 000
F. Čisté zvýšení nebo snížení peněžních prostředků	-2 119	1 622
R. Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	195	2 314

Příloha 5/1: Rozvaha společnosti Alfa, rok 2009

		Běžné účetní období k 30. 9. 2009			Minulé úč. období k 30. 9. 2008
		Brutto	Korekce	Netto	Netto
	AKTIVA CELKEM	7 128 643	-3 351 148	3 777 495	4 255 438
A.	POHLEDAVKY ZA UPSANY ZAKLADNI KAPITÁL	0		0	0
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK	5 993 536	-3 311 609	2 681 927	2 767 344
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	29 006	-27 035	1 971	3 635
B. I. 1	Zřizovací výdaje				
2	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje				
3	Software	27 243	-25 272	1 971	3 599
4	Ocenitelná práva	1 763	-1 763	0	
5	Goodwill				
6	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek				
7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek				36
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek				
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	5 964 530	-3 284 574	2 679 956	2 763 709
B. II. 1	Pozemky	16 012		16 012	16 052
2	Stavby	1 490 617	-479 552	1 011 065	953 513
3	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	4 274 242	-2 805 022	1 469 220	1 501 339
4	Pěstitelské celky trvalých porostů				
5	Dospělá zvířata a jejich skupiny				
6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek				
7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	177 430		177 430	292 805
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	6 229		6 229	
9	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku				
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0
B. III. 1	Podíly v ovládaných a řízených osobách				
2	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem				
3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly				
4	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv				
5	Jiný dlouhodobý finanční majetek				
6	Porizovaný dlouhodobý finanční majetek				
7	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek				
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	1 134 706	-39 539	1 095 167	1 487 156
C. I.	Zásoby	442 800	-23 637	419 163	650 861
C. I. 1	Materiál	181 953	-15 483	166 470	297 434
2	Nedokončená výroba a polotovary	192 916	-4 612	188 304	288 405
3	Výrobky	67 881	-3 542	64 339	64 595
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny				
5	Zboží				
6	Poskytnuté zálohy na zásoby	50		50	427
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	5 595	-752	4 843	6 048
C. II. 1	Pohledávky z obchodních vztahů				
2	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba				
3	Pohledávky - podstatný vliv				
4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení				
5	Dlouhodobé poskytnuté zálohy				
6	Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)				
7	Jiné pohledávky	5 595	-752	4 843	6 048
8	Odložená daňová pohledávka				

C. III.	Krátkodobé pohledávky	686 262	-15 150	671 112	830 052
C. III. 1	Pohledávky z obchodních vztahů	172 147	-15 113	157 034	338 806
2	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	274 581		274 581	262 851
3	Pohledávky - podstatný vliv				
4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení				
5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	280		280	78
6	Stát - daňové pohledávky	138 452		138 452	197 014
7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	12 791		12 791	4 718
8	Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)				
9	Jiné pohledávky	88 011	-37	87 974	26 585
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	49	0	49	195
C. IV. 1	Peníze				5
2	Účty v bankách	49		49	190
3	Krátkodobé cenné papíry a podíly				
4	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek				
D.	OSTATNÍ AKTIVA - PŘECHODNÉ ÚČTY AKTIV	401	0	401	938
D. I.	Časové rozlišení	401	0	401	938
D. I. 1	Náklady příštích období	341		341	500
2	Komplexní náklady příštích období				
3	Příjmy příštích období	60		60	438

		Stav v běžném účetním období k 30. 9. 2009	Stav v minulém účetním období k 30. 9. 2008
	PASIVA CELKEM	3 777 495	4 255 438
A.	VLASTNÍ KAPITÁL	1 006 207	814 271
A. I.	Základní kapitál	800 000	800 000
A. I. 1	Základní kapitál	800 000	800 000
A. I. 2	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)		
A. I. 3	Změny základního kapitálu		
A. II.	Kapitálové fondy	186 759	98 746
A. II. 1	Emisní ážio		
A. II. 2	Ostatní kapitálové fondy	145 000	145 000
A. II. 3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	41 759	-46 254
A. II. 4	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách		
A. III.	Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	84 000	84 000
A. III. 1	Zákonný rezervní fond	84 000	84 000
A. III. 2	Statutární a ostatní fondy		
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	-168 475	903
A. IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let		63 498
A. IV. 2	Neuhrazená ztráta minulých let	-168 475	-62 595
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ / -)	103 923	-169 378
B.	CIZÍ ZDROJE	2 770 014	3 439 764
B. I.	Rezervy	119 133	510 031
B. I. 1	Rezervy podle zvláštních právních předpisů		
B. I. 2	Rezerva na důchody a podobné závazky		
B. I. 3	Rezerva na daň z příjmů		
B. I. 4	Ostatní rezervy	119 133	510 031
B. II.	Dlouhodobé závazky	104 662	58 101
B. II. 1	Závazky z obchodních vztahů	269	386
B. II. 2	Závazky - ovládající a řídící osoba		
B. II. 3	Závazky - podstatný vliv		
B. II. 4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		
B. II. 5	Přijaté zálohy		
B. II. 6	Vydané dluhopisy		
B. II. 7	Směnky k úhradě		
B. II. 8	Dohadné účty pasivní (nevyfakturované dodávky)		
B. II. 9	Jiné závazky		
B. II. 10	Odložený daňový závazek	104 393	57 715
B. III.	Krátkodobé závazky	2 546 219	2 871 632
B. III. 1	Závazky z obchodních vztahů	476 360	929 646
B. III. 2	Závazky - ovládající a řídící osoba	1 950 168	1 700 000
B. III. 3	Závazky - podstatný vliv		
B. III. 4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení		
B. III. 5	Závazky k zaměstnancům	45 396	61 730
B. III. 6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	23 491	32 588
B. III. 7	Stát - daňové závazky a dotace	4 947	7 040
B. III. 8	Přijaté zálohy	800	800
B. III. 9	Vydané dluhopisy		
B. III. 10	Dohadné účty pasivní (nevyfakturované dodávky)	36 271	72 965
B. III. 11	Jiné závazky	8 786	66 863

B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0
B. IV. 1	Bankovní úvěry dlouhodobé		
2	Krátkodobé bankovní úvěry		
3	Krátkodobé finanční výpomoci		
C.	OSTATNÍ PASIVA - PŘECHODNÉ ÚČTY PASIV	1 274	1 403
C. I.	Časové rozlišení	1 274	1 403
C. I. 1	Výdaje příštích období	1 274	1 403
2	Výnosy příštích období		

Příloha 5/2: VZZ společnosti Alfa, rok 2009

			Stav v běžném účetním období 1.10.2008-30.9.2009	Stav v minulém účetním období 1.10.2007-30.9.2008
I.	1	Tržby za prodej zboží		
A.	2	Náklady vynaložené na prodané zboží		
+ Obchodní marže			0	0
II.		Výkony	7 282 660	9 696 008
II.	1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	7 320 992	9 605 919
	2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-104 772	7 080
	3	Aktivace	66 440	83 009
B.		Výkonová spotřeba	5 903 490	8 089 699
B.	1	Spotřeba materiálu a energie	4 378 068	6 066 627
B.	2	Služby	1 525 422	2 023 072
+ Přidaná hodnota			1 379 170	1 606 309
C.		Osobní náklady	1 250 178	1 321 980
C.	1	Mzdové náklady	940 819	961 979
C.	2	Odměny členům orgánů společnosti a družstva		
C.	3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	296 104	343 550
C.	4	Sociální náklady	13 255	16 451
D.		Daně a poplatky	2 003	2 313
E.		Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	389 901	387 171
III.		Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	144 640	308 850
III.	1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	1 307	4 305
	2	Tržby z prodeje materiálu	143 333	304 545
F.		Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	141 200	137 812
F.	1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	639	3 973
F.	2	Prodaný materiál	140 561	133 839
G.	1	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-418 975	307 703
IV.	2	Ostatní provozní výnosy	76 374	75 812
H.	1	Ostatní provozní náklady	21 280	17 773
V.	2	Převod provozních výnosů		
I.	1	Převod provozních nákladů		
* Provozní výsledek hospodaření			214 597	-183 781
VI.	1	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů		
J.	1	Prodané cenné papíry a podíly		
VII.		Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0
VII.	1	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem		
	2	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů		
	3	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku		
VIII.	1	Výnosy z krátkodobého finančního majetku		
K.	2	Náklady z finančního majetku		
IX.	1	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	66 222	6
L.	2	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	72 014	6 339
M.	1	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti		
X.	1	Výnosové úroky	1 663	5 972
N.	2	Nákladové úroky	60 683	63 834
XI.	1	Ostatní finanční výnosy	119 107	162 571
O.	2	Ostatní finanční náklady	139 650	151 071
XII.	1	Převod finančních výnosů		
P.	2	Převod finančních nákladů		
* Finanční výsledek hospodaření			-85 355	-52 695

		Stav v běžném účetním období 1.10.2008-30.9.2009	Stav v minulém účetním období 1.10.2008-30.9.2008
Q.			
	Daň z příjmů za běžnou činnost	25 319	-67 098
Q.	1		
	- splatná		-1 313
Q.	2	25 319	-65 785
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	103 923	-169 378
XIII.	1		
	Mimořádné výnosy		
R.	2		
	Mimořádné náklady		
S.	1		
	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0
S.	1		
	- splatná		
S.	2		
	- odložená		
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0
	1		
	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)		
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	103 923	-169 378
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	129 242	-236 476

Příloha 5/3: CF společnosti Alfa, rok 2009

		Stav v běžném období 1.10.2008-30.9.2009	Stav v minulém období 1.10.2007-30.9.2008
Peněžní toky z provozní činnosti			
Z.	Výsledek hospodaření za běžnou činnost bez zdanění (+/-)	129 242	-236 476
A. 1.	Úpravy o nepeněžní operace	38 223	758 669
A. 1. 1.	Odpisy stálých aktiv a pohledávek	395 986	387 171
A. 1. 2.	Změna stavu opravných položek	-28 077	7 534
A. 1. 3.	Změna stavu rezerv	-390 898	300 169
A. 1. 4.	Kurzové rozdíly	2 860	
A. 1. 5.	(Zisk) / ztráta z prodeje stálých aktiv	-668	-332
A. 1. 6.	Úrokové náklady a výnosy	59 020	57 862
A. 1. 7.	Ostatní nepeněžní operace (např. přecenění na reálnou hodnotu do HV, přijaté dividendy)		6 265
A *	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu, placenými úroky a mimořádnými položkami	167 465	522 193
A. 2.	Změna stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	50 402	52 512
A. 2. 1.	Změna stavu zásob	255 105	-712
A. 2. 2.	Změna stavu obchodních pohledávek	174 516	8 941
A. 2. 3.	Změna stavu ostatních pohledávek a přechodných účtů aktiv	22 747	48 441
A. 2. 4.	Změna stavu obchodních závazků	-337 504	197
A. 2. 5.	Změna stavu ostatních závazků, krátkodobých úvěrů a přechodných účtů pasiv	-64 462	-4 355
A **	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, placenými úroky a mimořádnými položkami	217 867	574 705
A. 3. 1.	Placené úroky	-60 816	-57 196
A. 4. 1	Placené daně	19 455	-66 872
A. 5. 1	Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými položkami		
A ***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	176 506	450 637
Peněžní toky z investiční činnosti			
B. 1. 1	Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-418 060	-467 255
B. 2. 1	Příjmy z prodeje stálých aktiv	1 307	4 305
B. 3. 1.	Poskytnuté půjčky a úvěry	-11 730	
B. 4. 1	Přijaté úroky	1 663	
B. 5. 1	Přijaté dividendy		
B ***	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-426 820	-462 951

		Peněžní toky z finanční činnosti		
C.	1.	Změna stavu dlouhodobých závazků a dlouhodobých, příp. krátkodobých, úvěrů	250 168	400 195
C.	2.	1.	Dopady změn základního kapitálu na peněžní prostředky	
C.	2.	2.	Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku	-390 000
C.	2.	3.	Dopad ostatních změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	
C	***	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	250 168	10 195
F.		Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	-146	-2 119
P.		Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	195	2 314
R.		Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci účetního období	49	195